

(美) 罗伯特·J·希勒 著
Robert J. Shiller

非理性

Irrational Exuberance

繁荣

 中国人民大学出版社





[美] 罗伯特·J·希勒 著
Robert J. Shiller

廖理 / 施红敏 译 廖理 / 陈国昌 校

非理性 Irrational Exuberance

繁荣

 中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

非理性繁荣/[美]希勒著;廖理等译

北京:中国人民大学出版社,2000

ISBN 7-300-03610-4/F·1086

I. 非...

II. ①希... ②廖...

III. 股票-证券市场-研究

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 49870 号

非理性繁荣

[美] 罗伯特·J·希勒 著

廖理 施红敏 译

廖理 陈国昌 校

出版发行:中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部:62515351 门市部:62514148

总编室:62511242 出版部:62511239

E-mail:rendafx@public3.bta.net.cn

经 销:新华书店

印 刷:涿州市星河印刷厂

开本:787×980 毫米 1/16 印张:18.5 插页 2

2001 年 4 月第 1 版 2001 年 4 月第 1 次印刷

字数:256 000

定价:30.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)



序 言

本书是根据许多公开发表的研究报告和历史事实,对当今股市空前繁荣现象所做的全面研究。尽管本书是以目前的市场情况为基本出发点的,但它把这一市场情况仅仅作为整个股市繁荣现象的一部分来进行研究。同时,本书也就针对这些繁荣现象的政策调整问题提出了具体建议。

鉴于目前对股市的看法有着根本性的分歧,且这些分歧广泛存在,因而出版此类书籍显得十分迫切。一般来说,在基本问题上意见相左,往往是因为人们只掌握了局部情况。只有摆出全部事实才有可能达成一致意见,而且这种一致才有意义。因此,和一般股市分析书籍相比,本书力图提供更全面、更广泛的信息,并且将这些信息综合起来,为当前的股市绘制一幅详尽的图画。

为什么处于千年之交的美国股市会达到这么高的水平?哪些变化因素导致了股价如此飞涨?这些变



化对新千年伊始的股市前景会有哪些影响?即使存在回调的可能,那些保持股市的现有高位甚或再创新高的重要基本面因素仍然威力无比吗?或者,股市的高涨只是非理性繁荣而已?投资者的美好愿望是否掩盖了事情的真相呢?

以上这些问题无论对企业还是公共部门都是同样重要和关键的。如何评价当前和未来的股市关系到主要经济和社会政策的制定,而这些决策不仅仅影响到投资者,还包括全社会乃至整个世界。如果对当前和未来的股市价值评价过高,那么全社会会过多地对企业建设和扩张进行投资,而忽视对基础设施、教育以及其他形式人力资源的投资。如果我们认为股市被高估了,那么我们会满足于投资养老金计划、维持目前的储蓄利率、立法完善社会保障制度以及其他形式的社会保险,也就不会利用各种财政手段去寻找新的方法,以化解我们面临的真正风险——对家庭、城市和生活环境的风险。

为了回答以上有关当前股市的问题,本书从许多不同的甚至是与股市关系甚远的领域搜集了大量信息。许多市场研究人员往往会忽视从这些领域获得的认识,但事实证明,这些认识对于研究股市历史中的相似时期以及世界上的其他股市都十分关键。这些领域包括经济学、心理学、人口统计学、社会学以及历史学。除了较传统的金融分析方式外,我们还从中获得了一些对当今问题的深刻有效的认识,其中许多事例是从当前新兴的行为金融学中获得的。随着时间的推移,行为金融学似乎再也不是金融学的一个微不足道的分支,而渐渐成为严肃金融理论的中心支柱。

我对这些领域研究者的重要观点进行了整理。总的来说,他们认为当今股市显示出一个典型特点,即投机性泡沫:暂时的高价得以维持主要是由于投资者的热情而不是与实际价值相一致的预测。在这种情况下,尽管市场可能维持高位甚至大幅攀升,但在未来十年或二十年里,股市的总体前景将会非常惨淡,甚至十分危险。

在此,我无意提出一个全新的金融市场行为的概念。本书并非一本经济学理论或数量经济学著作,虽然这两个方面在书中都有所涉及。事实上,本书尝试著对当今股市的复杂本质进行分析,并由此考察股市是



否依照我们的预期和模式发展。通过搜集无论是经济方面还是其他方面与股市状况密切相关的事实，我希望能够有助于立法者和经济领导人修正正在走的危险的决策之道。明显的事实表明，价格水平绝不是像如今人们广泛认为的那样仅仅是唾手可得的经济信息的总和。因此，我希望金融学者能够根据上述事实检验其金融理论，并使其有所发展。

在过去的一代人里，似乎有这么一种观点，认为人人都是既理性又精明的。由该观点得出的金融理论如今已经成为指导我们认识股市最有影响力的分析工具。这些认为市场价格能够准确有效地反映金融信息的理论家，对于系统管理世界财富有着深远的影响，对一般股票经纪人或美联储都是如此。然而，这些金融学者和经济学家大都回避在公众场合谈论股市水平问题（尽管他们在吃午饭或者喝啤酒时常常会漏嘴发表一下观点），这是因为他们不敢在公开场合说一些无法证明的话。这些金融学者和经济学家常用学者的“漠然”为自己开脱，而为了证实自己拥有专家地位，他们不得不重提市场有效性这一简单而迷人的模型。

可是，过多地依赖这些原始的模型并把它们作为政策讨论的基础是十分冒险的行为，因为这些模型只适用于那些能够用精确的科学方法解决的问题。如果过多地苛求精确，就有可能因过于狭隘而出现离题的危险。本书列举的事实表明了，当今股市的现实决不是用于临床研究的试管。如果金融理论因其有用才得以发展，那么所有的经济学家最终都将不得不设法对付股市现实中这些更精糕的方面。与此同时，参与公开辩论和经济政策制定的经济学家也必须尽早地解决市场因素的混乱局面。

数以千万计的股票投资者在投资时似乎都认为股价只会按目前的速度上涨，作为当今投资文化的后果之一，这是始料不及的。尽管从许多方面来看，股市已经达到了前所未有的高度，但投资者仍不断扩大投资，似乎股市怎么升也不算太高，即使下跌也会很快得到支撑。为什么会这样呢？很明显，他们的逻辑就是“搭便车理论”：既然上百万研究人员和投资者都在研究股价并且对其表现价格予以了肯定，那么还有必要浪费时间试图找出合理价格吗？因此，人人都认为，其他细心的投资



者已经仔细研究过股价了,所以干脆学他们的:买进!

然而,大多数投资者并不知道,股市研究的质量极缺可信度;而在民众中流传的研究结果,其透明度和准确性就更值得怀疑了。这种所谓的研究看来并不比有关茶叶的研究文章严密多少,认为道琼斯指数会升到 36 000 点或 40 000 点甚至 100 000 点的论断不得不让人怀疑。当然,的确有某些研究人员对市场的前景在进行比较现实的思考并且对股市未来有了更为清醒的认识,但这些都没能成为头条新闻进而左右大众的态度。

相反,从头条新闻就可以看出,新闻媒体一向重视琐碎的传闻以及“名人”对股市价格水平的看法。同作者一样,新闻报道在竞争压力下,为了争取读者、听众和观众,趋于表面化,使得有关股市的基本谬论有机可乘。新闻报道里已经开始出现那种所谓的“传统智慧”即鼓吹股票具有近乎永恒的持续性的观点。人们已经学会了接受这一传统的而在我看来很肤浅的智慧。对于那些在媒体发表观点的华尔街专业人士,说句公道话,他们很难纠正这种传统智慧,因为他们为荐股文章和喧嚷声所困惑。这时特别需要有人写书拨乱反正,因而本书应运而生。

正如前面提到的,“传统智慧”者认为,股市从整体上说一直是最佳投资场所,而且将永远如此,甚至在用历史标准衡量股市价格过高时也不例外。越来越多的退休基金管理人投身股市,用全部退休金买股票的投资策略得到青睐。他们凭冲动买进。一些公司似乎总有卖不完的股票,正好利用了这种盲目投资的态度。“您想要股票吗?我们可以卖给您。”

大多数投资者同时也认为,股市似乎是靠一种自然力量推动的。他们还没有完全意识到,投资者作为一个整体才是决定股市水平的因素。他们不了解其他投资者的想法和自己的想法何其相似!许多个人投资者认为,股市是由那些机构大户操纵的,而这些精明的大户们肯定掌握了不少深奥的知识和高深莫测的价格分析理论。他们一点也不知道,其实大部分机构投资者对市场所处的水平也同样摸不着头脑。简而言之,当前的股价水平在某种程度上是由自我满足的市场预测引起的。这种自我满足的预测是以大小投资者相似的预感为基础的。新闻媒体因为常常乐于支持产生于投资者的“传统智慧”而扩大了这种预测的

影响。

1999年3月，道琼斯工业平均指数第一次冲破10 000点大关时，美林股票在报纸上推出一页整版广告，上面的标题写着：“即使那些像我们一样严格遵守长线投资策略的人也会禁不住大吃一惊，为此大喝一声‘哇’”。该版左下角的股票曲线图是以10 000点结束的，旁边标着这样几个字：“人类的功绩”。如果连这也算得上值得庆贺的功绩，那么是不是就连员工向上级递交了一份辉煌的自我鉴定报告，也值得向他表示庆贺了？

目前，股市所呈现的即使不是非理性繁荣，也至少是人们对股市的过高预期。人们对股市持乐观态度，而对它的另一面以及其不良后果缺乏清醒的认识。如果道琼斯指数真的跌至6 000点，其损失可能相当于美国整个房地产股票的总价值，必然会对个人以及养老基金、大学捐款和慈善机构产生各种严重的不利影响。

正如作为个人，我们有必要知道自己银行账户上的存款数目，我们也有必要弄清楚股市今天、明天或者任何一天的价格水平是否灵敏地反映了经济现实。这一评估关系着未来的衣食住行，也影响着现在的每项支出决定。我们必须对影响股市长远趋势的因素作一个更好的了解——而本书的意图正是在于帮助人们了解这些因素。

● 本书概要

第一章从历史角度考察了股市状况。第一篇主要讨论一些引发性事件，例如技术和人口统计学这些虽然与股市没有直接关系但同样影响股市行为的因素，其中还涉及了使这些引发因素对市场产生更为巨大影响的一些放大机制。尽管股价已经达到了相当高的水平，这些放大机制仍可以通过加强市场信心使价格变化引起进一步的波动，从而产生投机性泡沫。

第二篇主要介绍了进一步加强投机性泡沫结构的文化因素，包括经济已经跨入了一个“新时代”，因而不受负面因素影响等被媒体夸大的新闻报道。本篇列举了外国股市的大量例子和20世纪前几次股



市到达顶峰时出现的类似“新时代”的历史实例。

第三篇主要讨论我们搜集到的一些有关心理依托和从众行为的实例,用以进一步剖析投机性泡沫。

第四篇调查分析了学术界和流行人物那些试图对当前的市场水平作出合理解释的人的动机。这些人是通过引入诸如有效市场理论和对有关市场行为某些“事实”的“学习”来这样做的。

第五篇主要调查分析当前的投机性泡沫对个人和机构投资者以及政府的影响,同时提出了一些急需修改的政策建议,也提出了一些办法以便个人投资者可以减轻泡沫破灭带来的危害。



致 谢

虽然哲里米·西格尔很明显对我的所有观点都持不同意见，但他还是热情地鼓励我把想法写进书中，他算得上本书真正的发起者。哲里米与我是世交，我们两家定期地一同外出度假。我们在海滩散步或是看孩子们钓鱼的时候，也是我向他学习理财绝招的好时机。

我以前的学生约翰·康普贝尔多年来一直是我最亲密的朋友。我们共同撰写了十几篇有关金融市场的学术论文，他为本书的问世提出了许多有建设性的想法。我在金融市场波动性方面的研究工作在他的合作下得以完善并取得重要进展。他还对本书提出了许多有益的建议并对初稿提出了宝贵的意见。

本书编辑、普林斯顿大学出版社的彼得·道夫特帮助修改了本书的基本框架，对本书的出版起了极其重要的作用。他是个很棒的同事，甚至可以说是



本书的合著者。而普林斯顿编辑协会的彼得·斯德卢普则实在是一个不可多得的责任编辑。

我很庆幸在著书过程中能得到许多优秀研究助理的帮助。彼得·范伯里兹奥挖掘了许多相关历史事件的真相；侯园铎（音）对数据作了细致的分析；路易斯·曼西拉很擅长寻找事实；而史蒂文·泊里扎克则贡献了许多重要的想法。

同时我还要感谢许多朋友和同事，他们对本书的初稿提出了各种意见，他们是：史坦番农·阿瑟娜缙里斯、约翰·吉纳可普罗斯、威廉·可尼革博格、史蒂芬·莫里斯、沙伦·奥斯特、杰·里特、马丁·舒别克以及詹姆斯·托宾。

耶鲁大学的考勒斯经济研究基金会的同事们唐纳德·布朗、斯蒂法·克里格以及威廉·诺德豪斯也给予了我极大的帮助。借此机会我还要感谢我们的创始人奥尔福瑞德·考勒斯三世。他是 20 世纪初期的投资管理者，数量经济学的奠基人，本书中 1926 年以前的股息及收益数据都是由他整理列表的。

耶鲁国际金融中心的主席威廉·果兹曼及其他同事陈志芜（音）、罗格·艾伯特索、艾欧·威尔士和杰弗里·瓦格拉给予了我极大的帮助，在此一并表示感谢。罗格最新发表了题为“道指 10 000”的演讲，勾画了股市辉煌的明天。他一直都很乐意对我的想法提出批评。

同时感谢凯斯·希勒·威斯公司的主席阿兰·威斯以及卡尔·凯斯、尼尔·克里纳斯瓦密和特里·罗伯斯对我的支持。他们组成小组试图将我书中提到的对社会风险管理机构的改革意见付诸实践。

我要感谢鲁塞尔·塞格基金会的资助和理查德·沙勒十年来在国家经济研究局多次组织的行为金融学研讨会。行为金融学指的是在金融市场研究中将涉及人类心理学和社会学的具体行为考虑在内的研究。行为金融学是一门新兴的学科，但它已经开始在大学的金融系中占据越来越重要的地位，而这一领域中的许多学者的研究工作使本书受益极大。

美国国家科学基金为我在金融市场方面的基础研究提供了大部分资金，二十多年来一直支持我的工作，使我免受经济压力，得以潜心



研究。

我还要感谢与我一同讨论的布雷德·巴博、斯格特·鲍尔曼、大卫·克兰德、雷·费尔、彼得·嘎博、杰弗里·嘎顿、特里弗·格林汉姆、斯蒂法·克里格、里凯·莱姆、裴诺特·马塞罗、逖芬·莫里斯、威廉·诺德豪斯、约翰·雷、柯林·罗伯逊以及马克·沃沙斯基，同时还要感谢我的助手卡罗尔·科普兰德和打字员格里娜·阿姆斯的帮助。另外，大阪大学的吉郎筒井和日本证券研究所的文博今野在过去的12年内协助我在日本和美国就投资者态度进行问卷调查研究，在此表示感谢。当然我也要感谢那些抽空填写调查问卷的不计其数的投资者们。

我由衷地感谢我的妻子弗吉尼亚·希勒。作为一名心理医生，是她调动了我对心理学的兴趣并使我了解到心理学对经济学的重要影响。她非常仔细地通读了全书并提出了批评意见，并且在全书的措辞用句方面给予了极大帮助。另外，这么多年来在我夜以继日地工作研究时，是她操持家务，给了我莫大的支持。



目 录

第一章

股市价格水平的历史回顾	1
●市场高位	2
●数据考察	3
●相对于收益的价格	4
●其他相对于收益的高价时期	6
●市盈率与随后的长期收益率的历史关系	7
●对非理性繁荣的忧虑	10

第一篇 结构性因素

第二章

催化因素：互联网、生育高峰等	13
●在收益稳定增长时期到来的互联网	15
●胜利主义和外国经济对手的衰落	16
●赞美经营成功或其形象的文化变革	17



●共和党国会及资本收益税的削减	19
●生育高峰及其对市场的显著影响	20
●媒体对财经新闻的大量报道	22
●分析师愈益乐观的预测	23
●规定缴费养老金方案的推广	25
●共同基金的发展	27
●通货膨胀回落及“货币幻觉”的影响	29
●交易额的增长：折扣经纪人，当天交易者 及 24 小时交易	31
●赌博机会的增加	32
●小结	34

第三章

放大机制：自发形成的庞氏骗局	35
●投资者的高度信心	36
●对投资者信心的反思	38
●高市值情况下预期不减的例证	42
●对投资者期望和情绪的反思	44
●公众对市场的关注	46
●投机性泡沫的反馈理论	48
●投资者对反馈和泡沫的理解	50
●作为反馈模式和投机性泡沫的庞氏骗局	51
●自发庞氏骗局引起的投机性泡沫	54
●当今的非理性繁荣和反馈环	55

第二篇 文化性因素

第四章

新闻媒体	59
●媒体在决定市场变化阶段中的作用	60



●媒体讨论的形成	60
●对市场前景的报道	61
●创纪录过量	62
●重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗?	63
●尾随新闻	64
●重大价格变化日无新闻	65
●新闻是注意力连锁反应的诱因	66
●1929 年崩盘时的新闻	69
●1987 年崩盘时的新闻	73
●新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用	79

第五章

新时代的经济思想	80
●1901 年的乐观主义: 20 世纪的顶峰	83
●20 世纪 20 年代的乐观主义	86
●50 年代和 60 年代的新时代思想	89
●90 年代牛市中的新时代思想	93
●新时代的终结	95

第六章

新时代和全球泡沫	99
●近期内最重大的股市事件	100
●与最大的价格变动相关的事件	104
●新时代的终结和金融危机	108
●上涨(下跌)的通常会下跌(上涨)	110

第三篇 心理性因素

第七章

股市的心理依托	115
---------	-----



●股市的数量依托	116
●股市的道德依托	118
●信心过度和直觉判断	120
●依托的脆弱性：考虑未来决定的困难	123

第八章

从众行为和思想影响	126
●社会影响与信息	127
●从众行为的经济理论和信息层叠	129
●人类信息的处理与口头传播	130
●面对面交流和媒体传播	131
●用于口头传播方式的传播模型	134
●人们心中矛盾观点的汇集	138
●基于社会的注意力变动	139
●人们无法对注意力变化做出解释	140
●现在的故事	142

第四篇 理性繁荣的尝试

第九章

有效市场、随机游走和经济泡沫	145
●金融市场有效理论和价格随机游走的基本论证	146
●关于精明投资者的思考	147
●“明显”错误估价的例子	149
●对明显错误估价的实例提出质疑	150
●错误估价的数据论证	152
●收益变化和价格变化	153
●股息变化和价格变化	154
●过度波动和总体情况	155
●最新统计曲线	160



第十章

投资者的知识局限	162
●关于风险的“学习”	163
●“股票优于债券理论”在投资文化中的角色	166
●关于共同基金,多样化,以及长期拥有的知识	167
●知识局限性	170

第五篇 理性行动

第十一章

自由环境中的投机风险	173
●新千年初期股市展望	174
●新的可能因素	178
●公平与怨恨	179
●共同承担增长受限制的责任	181
●投资者现在该何去何从	182
●退休方案	184
●社会保障制度	186
●货币政策与投机性泡沫	189
●舆论领导者的稳定权威	190
●用中断与遏制交易来对付股市泡沫	191
●通过扩大和鼓励商业对付泡沫经济	193
●转变对于多样化投资和套期保值的传统观念	195
●投机风险策略	197

注释	199
参考书目	239
索引	259



股市价格水平的 历史回顾

1996年12月5日，在华盛顿，联邦储备委员会主席阿兰·格林斯潘在一次原本很沉闷的讲话中用“非理性繁荣”一词形容股票投资者的行为，立即引起了全世界的关注，股市顿时狂泄。日经指数下跌3.2%，香港恒生指数下跌2.9%，德国DAX指数下跌4%，伦敦FT-SE100指数曾在一天内最多下跌4%，而美国道琼斯工业平均指数刚一开盘就下跌了2.3%。“非理性繁荣”一下子成了格林斯潘的最著名的引用语，成为跟随大市股民的流行语。

为什么全世界的人对这个词反应如此强烈呢？有人认为，这个词预示着联邦储备委员会很快会采取紧缩性货币政策，而人们只是对美联储可能采取的行动预测的变化反应强烈。可是，这个理由无法解释人们何以在几年后仍然对非理性繁荣一词记忆犹新。在我看来，对这个词的强烈反应表明了，人们担心在某种市场心理影响下，股市是否真的被炒



到一个不正常的高度,达到了一个难以维持的水平。格林斯潘的描述表明了股市下跌的可能性,或者至少是不那么利于投资的趋势。

本章将研究历史上的记录。尽管书中的讨论非常详尽,但是我还是建议读者去理解其思路,因为具体细节是在一个发人深省的背景中来讨论今天的情形的。

● 市场高位

从历史上看,近几年来美国股市价格已经飞涨至极高的水平。在广大投资者中已经形成这样一种观点,认为股市当前的高价乃至以后更高的价格在今后可预见的一段时期内还会继续保持。然而,如果历史上股市的走势可以作为借鉴的话,人们将会对股市未来几年的表现感到非常失望。

新千年来临前夕,一次前所未有的飙升使股市达到目前这个惊人的高度。道琼斯工业平均指数(以下简称道指)1994年初在3600点附近徘徊,至1999年已经突破了11000点大关,五年之内翻了两倍多,股市价格总涨幅超过了200%。2000年刚到来,道指便突破了11700点。

然而,与此同时,一些基本经济指标并没有增长两倍。美国居民收入和国内生产总值增长不到30%,而且这些增长几乎一半是由通货膨胀引起的。企业收益增长则不到60%,且是从阶段性萧条开始计算的。从这些数据中,我们不难看出股价的增长是没有理由的,而且从历史水平来看不会持久。

在同一时期内,其他许多国家也出现了股价飞涨。从1994年到1999年,法国、德国、意大利、西班牙以及英国的股价大约都翻了一番,加拿大的股价也差不多翻了一番,而澳大利亚则上涨了50%。1999年,亚洲的股市(香港、印度尼西亚、日本、马来西亚、新加坡和韩国)和拉丁美洲的股市(巴西、智利和墨西哥)都经历了相当大的增长。但正如我们所看到的,自1994年以来,没有哪个规模相当的国家的股价增长幅度达到美国这么高的水平。

与此同时,单个家庭住宅的价格也有所增长,但仅在少数几座城市中有显著增长。1994年至1999年,美国十座主要城市的实际住宅价格平均增长率仅为9%。可见这些价格增长与美国股市的增长联系微乎其微。^[1]

目前美国股价处于一个惊人的高位,由此人们认为在不久的将来股价将继续保持甚至有望超越这个高度,而这一切却提出了一些很重要的问题,我们要弄清楚目前这一时期的股市价格的高涨是否与其他历史时期的股价高涨一样,即未来几年里的股市表现会不会也很惨淡或糟糕。我们要弄清楚把股市推向这一高度是不是真的只是一个投机性泡沫——由投资者购买行为造成的价格非持续性增长,而不是由真实的价值和基本面信息引起的增长。简而言之,要弄清楚投资者对股市估算的价值是否真的存在,以便调整我们的计划和想法。

● 数据考察

图1.1是1871年1月至2000年1月实际(消除通货膨胀因素的影响)标准普尔(S&P)综合股价指数(上曲线)以及同一时期相应的实际S&P综合收益(下曲线)的曲线图(月均)。^[2]该曲线图有助于对当前美国股市水平前景得出较真实的判断。不难看出,当今市场的表现与过去相比迥然不同,自1982年7月股市触底反弹后便一路攀升。毫无疑问,这一时期的市场是美国历史上最大的牛市。自1992年到2000年,股价近乎直线上升,实在让人惊叹:价格指数就好似一枚火箭直冲图表的顶部!这次最大的股市繁荣自此被称作新千年繁荣。^[3]

然而自1982年以来,本次最大的价格增长与收益增长并不一致,图中近几年的收益曲线中根本找不到像价格曲线那样陡峭的尖顶。收益曲线实际上似乎围绕着一缓慢、平稳的增长线持续徘徊了一个多世纪。

美国股市历史上从来没有出现过类似这种价格的走势。20世纪20年代,股市有过一次著名的腾飞,最终导致了1929年的股灾。如图1.1所示,那段时期的市场繁荣使价格曲线呈现出叶尖形。如果考虑到当时股市规模的大小,不难发现,20年代与现今的股市繁荣有些相似,但历



史上也只有惟一的这一段时期与当前的股市繁荣有些相似。

20 世纪 50 年代末和 60 年代初, 股价也有一次显著的增长, 此后是五年多的停滞不前, 最后以 1973 年至 1974 年的股灾告终。只不过, 那次高涨中股价上涨的幅度肯定不及当今的幅度。

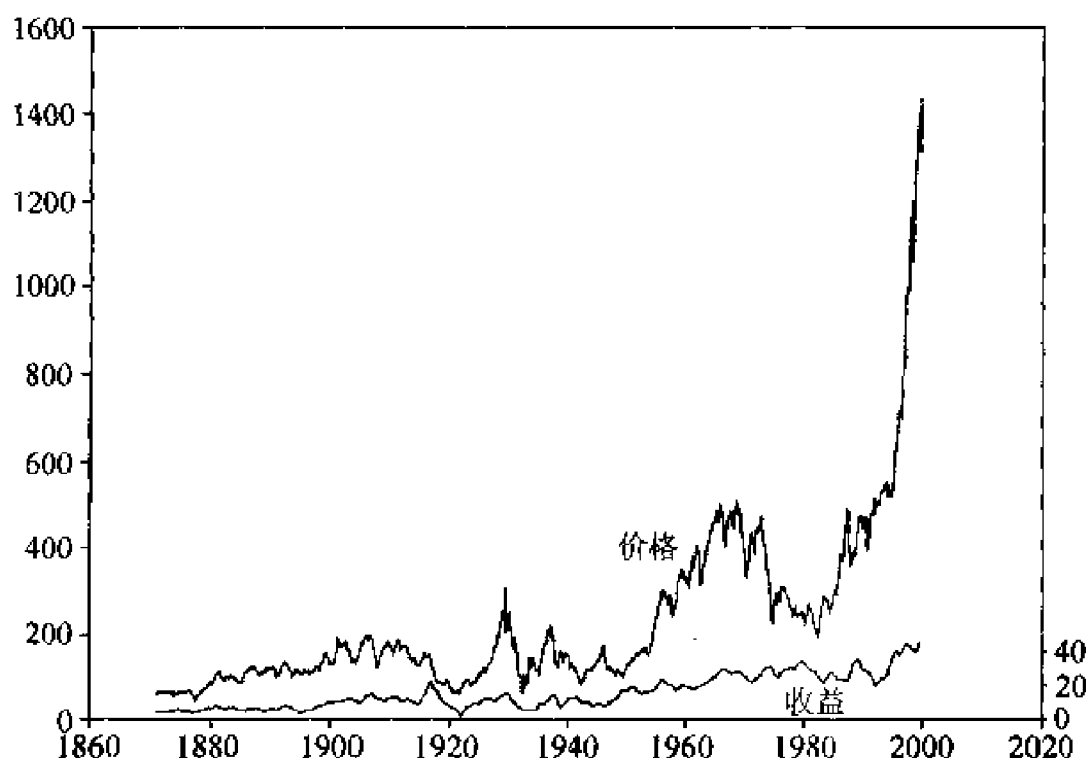


图 1.1 1871 年至 2000 年股价及收益率图

1871 年 1 月至 2000 年 1 月实际 S&P 综合股价指数(上曲线)及 1871 年 1 月至 1999 年 9 月实际 S&P 综合收益(下曲线)。

资料来源:根据 S&P Statistical Service, U. S. Bureau of Labor Statistics, Cowles and associates, *Common Stock Indexes* 以及 Warren and Pearson, *Gold Prices* 的数据计算而得。见注释[2]。

● 相对于收益的价格

1990 年到 2000 年股价走势十分惊人, 这与该时期收益率的不寻常表现也有一定关系。许多人都注意到了, 1992 年至 1997 年的五年

里,收益率增长十分迅速。实际 S&P 综合收益率在这五年里翻了一番多,而且实际收益率连续五年保持如此高速的增长在近半个世纪里是罕见的。可是 1992 年正值经济萧条末期,那时的收益率已处于暂时的低谷。以前在经济不景气或萧条之后,降至低谷的收益率也曾出现过类似的增长。事实上,当经济从 1921 年的极度萧条时期进入“繁荣的 20 年代”时,实际收益率从 1921 年到 1926 年翻了 3 倍多,而在 19 世纪 90 年代的经济萧条、20 世纪 30 年代的大萧条以及第二次世界大战这三个时期之后的五年中,实际收益率都翻了一番多。

图 1.2 是 1881 年 1 月至 2000 年 1 月按月计算的市盈率图。市盈率,即实际(扣除通胀因素后) S&P 综合指数除以十年移动平均实际收益指数所得的比值。市盈率可用以衡量股市相对于公司获利能力的客观尺度的价格。根据本杰明·格雷汉姆和大卫·都德 1934 年提出的测

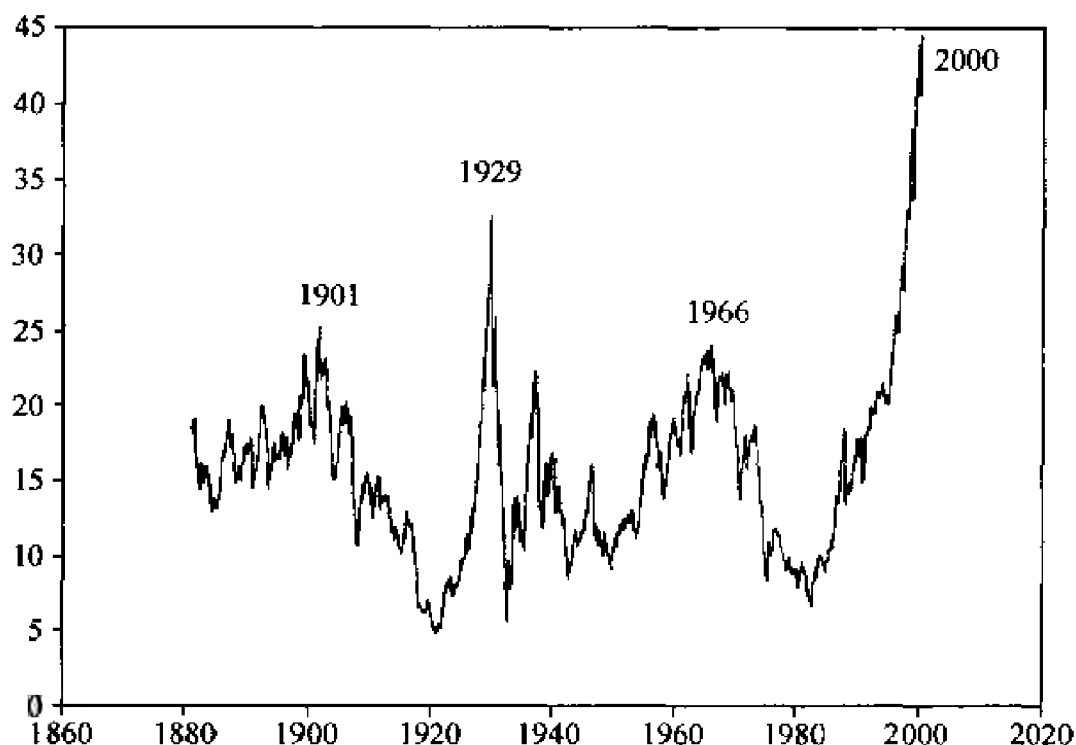


图 1.2 1881 年至 2000 年股票市盈率曲线图

1881 年 1 月至 2000 年 1 月月均市盈率。分子：月均实际(扣除通胀因素后) S&P 综合股价指数；分母：十年移动平均实际 S&P 综合收益；高峰处的年份已标出。

资料来源：根据图 1.1 数据计算而得。见注释[2]。



量法,该比率以十年平均收益为分母。十年平均数抚平了第一次世界大战期间收益的阶段性暴涨、第二次世界大战期间收益的阶段性暴跌,以及由经济周期引发的时涨时跌。^[4] 请特别注意图中 1997 年出现了一个特大的尖顶,该时期市盈率持续上升,至 2000 年 1 月竟高达 44.3。用该方法得出的市盈率还从未达到过这样的高度,最接近的一次是 1929 年 9 月,比率为 32.6。

最近的收益数据比格雷汉姆和都德测量法中的长期收益要高,但这并不令人吃惊,也没有什么不寻常的。目前真正不寻常的因素是价格的走势(如图 1.1 表示),而并非收益。

● 其他相对于收益的高价时期

如图 1.2 所示,市盈率除了 2000 年外,还有三次达到相当高的水平,可这三次都不及 2000 年的高度。第一次是在 1901 年 6 月,市盈率达到 25.2(参见图 1.2),当时刚刚步入新的 20 世纪(20 世纪从 1901 年 1 月算起,而不是 1900 年 1 月),因此这一高峰被称为“20 世纪高峰”^[5]。美国经济 19 世纪 90 年代萧条后的五年里实际收益率翻了两倍,而这一次高峰正是在这种情况下形成的。^[6] 1900 年 7 月至 1901 年 6 月的短短 11 个月里,市盈率突然增长 43%,形成了 1901 年的高峰,并由此引发了世纪之交的乐观情绪以及一个繁荣的高技术未来的广泛议论。

1901 年以后,实际价格虽然没有出现立即明显的下滑趋势,但价格在 1901 年的高度附近徘徊了十年左右,最终还是跌了下来。到 1920 年 10 月,股市的实际价值与 1901 年 6 月相比损失了 67%。1901 年 6 月后五年里的年均实际收益率(含股息)为 3.4%,刚刚超过实际利率。1901 年 6 月后 10 年里的年均实际收益率(含股息)为 4.4%,1901 年 6 月后 15 年为 3.1%,而后 20 年为 -0.2%。^[7] 这样的收益率远远低于人们对于股市的一般期望,当然如果能够持股到 20 世纪 20 年代,收益率将会大大提高。

第二次市盈率达到高峰是在 1929 年 9 月,这是 20 世纪 20 年代的最高点,同时也是迄今为止的第二高点。在经过了 20 世纪 20 年代辉煌

的牛市之后,市盈率达到 32.6。可是正如大家所知,股市在这一高度崩溃了。到 1932 年 6 月,S&P 指数下跌了 80.6%,实际价值狂跌不止。实际 S&P 综合指数直到 1958 年 12 月才恢复到 1929 年 12 月的水平。1929 年 9 月后的 5 年里,股市年均实际收益率(含股息)为 -13.1%,后 10 年为 -1.4%,后 15 年里为 -0.5%,后 20 年为 0.4%。^[8]

第三次市盈率达到高峰是在 1966 年 1 月。如图 1.2 所示,市盈率达到了局部最高值 24.1。这一高峰的出现离不开约翰·肯尼迪总统执政时期的威望和才能以及副总统和接班人林登·约翰逊的帮助,因此,我们不妨称之为“肯尼迪—约翰逊高峰”。1960 年 5 月以后的股市经历了高度的繁荣,此后的 5 年里价格上涨了 46%,从而形成了这一市盈率高点,同时也是该时期的最高值。这段时期里,在价格上涨的同时收益也上涨了 53%。出现这一收益增长后的股市表现使人觉得这一增长有望持续下去,然而事实并非如此,在接下来的 10 年里,实际收益的增长微乎其微,实际价格则在 1966 年 1 月的水平徘徊,1968 年曾一度有所突破但很快又重新跌落,到 1974 年 12 月,股票实际价格与 1966 年 1 月相比下跌 56%。股票实际价格直到 1992 年 5 月才重新回到 1966 年 1 月的高度。1966 年 1 月后的 5 年里,股市年均收益率(含股息)为 -2.6%,后 10 年为 -1.8%,后 15 年为 0.5%,后 20 年为 1.9%。

● 市盈率与随后的长期收益率的历史关系

图 1.3 是 1881 年至 1989 年每年 1 月市盈率与长期收益率的分布图。横轴表示每年 1 月的市盈率,纵轴表示该月后 10 年里的股市实际年收益率。从该分布图可以明显看出,市盈率能够准确地预测其后的长期(10 年)收益率。分布图之所以只标出了 1 月份的数据,是因为如果在分布图中标出每年 12 个月的所有数据,那么分布图的点会多得无法辨认。这种方法当然也有不足,只标出 1 月的数据会使人们漏掉股市中的大部分高峰和低谷。例如,我们就漏掉了 1929 年的股市高峰以及其后的负收益率。图 1.3 中的市盈率同图 1.2。年份用其后两位表示,星号(*)表示 19 世纪。



10 年期实际年收益率

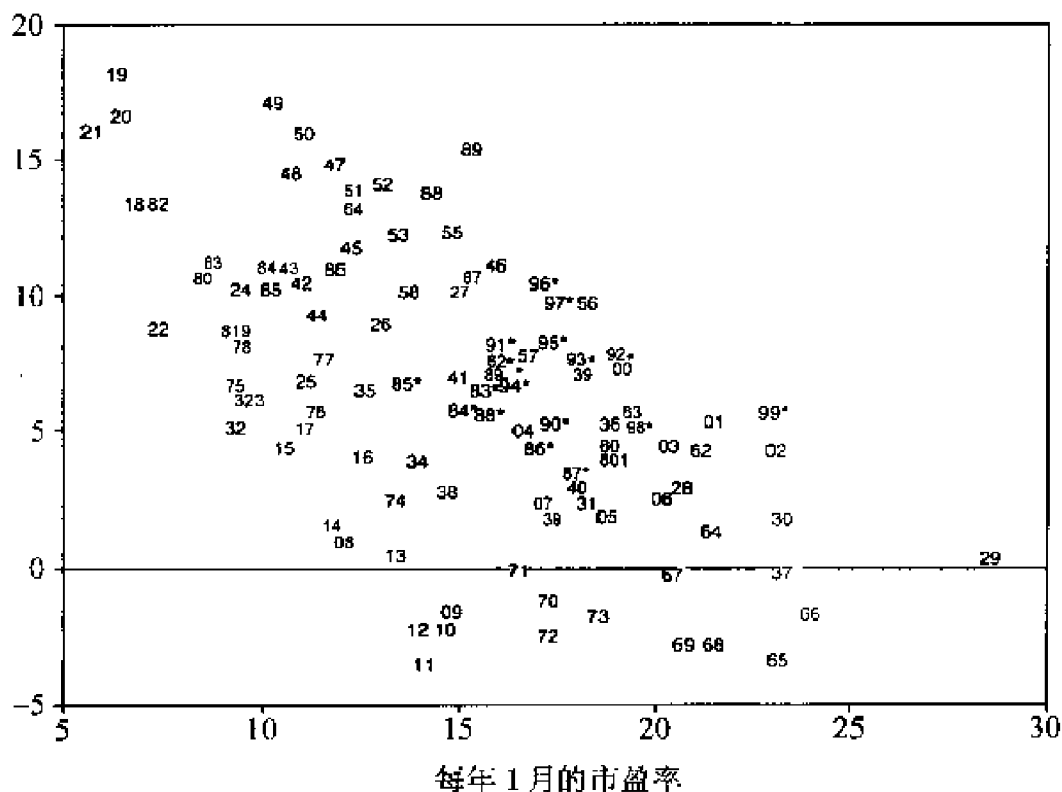


图 1.3 利用市盈率预测 10 年内回报率

市盈率及预测 10 年期收益率分布图。年代表示方法如下：20 世纪的年数去掉 19 取后两位，19 世纪的年数去掉 18 在后两位上加星号（*）。横轴表示该年 1 月的市盈率。纵轴表示每年的几何平均实际收益率，按每年 1 月的 S&P 综合指数投资，股息再投资，10 年后卖出计算。

资料来源：根据图 1.1 的数据计算而得。见注释[2]。

如图 1.3 所示，横轴所示的市盈率在 10 年期的开始便可获知，因此市盈率可以用来预测后 10 年的收益率。该分布图是由我和另一位经济学同事约翰·康普贝尔共同绘制的。我们还为其他各国绘制了类似的曲线图，这些曲线图使我们在 1996 年 12 月 3 日美联储董事会上的演示很具特色。^[9]

图中密布的点从左上角向右下角呈一定倾斜度地分布。如分布图所示，靠近左侧的那几年（如 1920 年 1 月、1949 年 1 月以及 1982 年 1 月）长期收益率较高。靠近右侧的那几年（如 1929 年 1 月、1937 年 1 月

以及1966年1月)长期收益率较低,但也有例外,如1899年1月,虽然市盈率高达22.9,但10年后的年收益率仍高达5.5%。又如1922年1月,虽然市盈率只有7.4,可后10年的年收益率也只有8.7%。该分布图旨在说明,一般情况下,低市盈率年份之后的收益率要高,而高市盈率年份之后的收益率则低甚或是负数。

尽管因为119年中只有12个不相重叠的10年区间,对其统计显著性存在质疑,但是市盈率与收益率的关系似乎比较密切。长期以来,学术界都存在着类似这种关系的统计显著性的争论,而且直到现在,统计学方法论仍存在着许多难以解答的问题。可是在我们看来,这种关系是统计显著的。^[10]部分原因在于,其他国家以及个股也存在着类似的关系。图1.3证明了,在10年中的第一年里,当价格相对于收益较低时,长期投资者即那些将资金投入股市整整10年的人,回报往往会不错;反之,当价格在10年中的第一年里较高时,结果就不那么尽人意。如果真是如此,建议长期投资者在进行个人投资时应该“牛市出熊市进”,比如现在正值股市高涨,就不是投资的好时机。^[11]

当今的市盈率早已超过40倍,大大高于历史上的市盈率。如果要在横轴上标出这个市盈率,恐怕得画到表外了!根据图1.3的数据,只要稍加判断就可得出,这种关系所预示的后10年里的收益率是多少,其结果将取决于把这些点看成直线分布,还是曲线分布。由于2000年的市盈率超出了历史范围,曲线的形状就显得尤为重要。但至少能够肯定的是,图表强烈预示着未来十年里的平均收益率是负值。

图1.3所显示的价格与收益的关系确实存在的另一依据是,从历史上看,正如我们当前预计的情况,当价格相对于收益较高时(这里的收益指10年平均值),从股息中获得的回报较低;反之,当价格相对于收益较低时,股息收益则较高。^[12]最近与创记录的高市盈率相对应的一直是创记录的低股息。2000年1月的S&P股息为股价的1.2%,远远低于历史平均股息率4.7%。既然投资者从其所持的股票中获得的股息大大减少,那么很自然,只能指望从整个投资中获得更低的回报,毕竟股息是投资者从所持股票中所获回报的一部分(其他部分包括资本收益),而且一直以来都占据着股票平均回报中最重要的部分。总的



说来，股票已经成为有史以来很好的投资形式，这得归功于由股息构成的那部分可靠回报，而并非由资本收益构成的那部分难以预见的回报。

股息低，相应地回报也会低，除非低股息本身预示了股价上涨的趋势，人们才能在股息低的时候指望股价上涨能有不凡表现，以弥补低股息带来的损失。然而，纵观历史事实，当股息率较低时，其后5年或10年里的股价涨幅并没有增加的趋势。恰恰相反，总的说来当股息率较低时，其远期股价有下跌（或涨幅下降）的趋势，而回报在这种情况下则会同时受到来自低股息和股价下跌的双重冲击。当股息率偏低时，便不是投资的好时机，历史事实证明了这种判断是简单而聪明的。

● 对非理性繁荣的忧虑

新闻媒体对于股市报道中的一个又一个新高已经感到厌倦了，在股市未来展望的讨论中也很少提及当前股市所处的高度。然而人们在内心深处都明白股价过高，并因此忧心忡忡。

我碰到的大部分人，不管从事什么职业，都对股市达到这样的高度感到迷惑。我们不知道这种股市高度是否合理，不知道高股价是否真是所谓非理性繁荣——人为作用的结果。我们不知道造成这一切是否确为盲目的乐观，这种乐观态度渗透进我们的思想，影响着许多重大决定。我们不知道股市如果突然回调会出现什么样的后果，也不知道曾经有过的市场心态是否还会回来。

甚至似乎连阿兰·格林斯潘也不知道这些问题的答案。在我向他和美联储董事会证明股市水平不合理性后的第二天，他发表了“非理性繁荣”的演说，可是仅仅几个月后，他又站到了乐观派的一边，提出了当今经济和股市“新时代”的说法。事实上，格林斯潘对公开言辞一向十分谨慎，他从来没有明确表示过赞同或否定任何一方的观点。格林斯潘就像是一个生活在现代社会里的满口哲理谜语的先知，与其说他在发表意见，不如说他在提问题。在其评论的公开注释里，这些问题就这么不知不觉地被提了出来，甚至他自己也不知道答案。



第一篇

结构性

因素



催化因素：互联网、生育高峰等

如果经济增长本身不足以引起 1982 年后股市价格的上涨，那么，1982 年后发生了什么变化而引起了股市攀升呢？到底是什么样的催化因素激发了这一令人瞩目的上涨呢？市盈率在 1997 年 7 月超过了 1929 年 9 月创下的最高记录，以后继续上扬，到 2000 年初又攀升了 1/3，这期间究竟发生了什么？想要回答这些问题，笼统地说市场易受非理性繁荣的影响是远远不够的，我们必须明确具体地指明，究竟发生什么变化促使股市行为如此异常。

绝大部分历史事件，从战争到革命，都找不到简单的起因。当这些事件朝着极限方向发展时，就像最近股市中的市盈率表现那样，通常是因为一大堆因素汇集在一起，其中任何单个因素都不足以解释整个事件。

罗马不是一天内建造出来的，也不是毁于某一突发的厄运。更可能的情况应该是，罗马的灭亡归



咎于多种多样的因素——重要的和次要的，间接的和直接的——共同作用的结果。对于那些寻求科学确定度的人来说，这一模棱两可的说法难以令人满意，尤其考虑到刚开始时要确定和分离出那些“催化因素”是极为困难的，这种说法就更难以令人满意了。但这是历史的本质，也正是由于这些模棱两可的说法的存在，使得人们有必要不停地去寻找新的更好的信息，以便能得到这一大堆原因的大概情况。

考虑到这些限制因素，让我们来看一张列举了 12 个因素的清单。它可能有助于解释目前的投机性市场，这些因素就是“泡沫的外层”。在此，我将集中阐述那些已经对股市产生了影响的因素，而这些因素产生的影响尚未被经济理论的理性分析验证过。这一清单不考虑基本因素中所有本应影响金融市场的微小变动（如收益的增加、实际利率的变动），在人们关于正常时期或个股价格变动的讨论中，这些合理因素会具有相对突出的重要性。事实上，对各种投资，幸亏市场具备了对这些因素作恰当反应的能力，才使得运作良好的金融市场总体上促进而不是妨碍了经济效率。^[1]这张因素清单是为帮助我们认识股市引人注目的最新动态而专门设计的，因此它将集中研究欠理性的影响。

在详述这 12 个因素时，我将描述大众的反应而不仅仅是职业投资经理人的反应。一些观察家认为，职业投资经理人比较明智，努力去消除非职业投资大众带来的“非理性繁荣”。因此，他们认为，在职业和非职业投资行为中应划出一条鲜明的界线。^[2]然而，职业投资者不可能摆脱我们在个人投资者中观察到的盛行的投资文化的影响，这里我们讨论的许多因素也毫无疑问会影响他们的投资决定。由于职业机构投资者通常也向个人投资者提供意见，所以事实上职业机构投资者和个人投资者之间并没有截然的区分。

部分因素发生在股市背后，包括信息技术革命、由假定击败外国经济对手的“胜利”感而引发的爱国热情、对经营成功的日益强调、鼓励经营的政策调整、生育高峰结构、通货膨胀率下降、“货币幻觉”经济、嗜赌成风和乐于冒险，等等。其他因素则发生在股市幕前，形成了不断变化的投资文化，包括激增的媒体财经报道、股票分



析师极其乐观的预测、401 (K) 方案的推广、共同基金的激增、交易额的增加等。

尽管起源各不相同，但这 12 个因素有一个相同之处：它们都导致了火爆股市的自我实现心理。正是这一自我实现心理，至少在目前把各种泡沫凝聚到了一起。

● 在收益稳定增长时期到来的互联网

20 世纪 90 年代后 5 年，互联网和万维网已经进入家庭，使我们密切感受到技术进步的步伐。1993 年 11 月的新闻中，万维网首次亮相。网络浏览器于 1994 年 2 月公开面世。这两个日期标志了万维网的起步，那时仅有少数人使用万维网，大量用户直到 1997 及后几年才发现它。从那时起，纳斯达克（这一股票指数主要反映高科技股）股价指数飙升，到 2000 年初涨了 2 倍，市盈率也进入了前所未有的高度。

互联网技术非同寻常之处在于，它成了所有人获得休闲娱乐或重要信息的源泉。从这个意义上说，其重要性与个人电脑或之前的电视是相当的。事实上，互联网传递出了一个变化了的未来的概念，这一概念比电视或个人电脑进入家庭所传递出的形象更生动。使用互联网给人一种控制世界于股掌之间的感觉，人们能够通过电子手段漫游世界，完成以前根本不可能做到的事，甚至可以建立一个网站，用以前不可想象的方式影响世界经济。与此相对照，电视的出现只是使人们成为被动的娱乐接受者，而互联网到来前的个人电脑则主要被人当做打字机和高科技桌上的弹球机使用。

由于互联网带来了生动的个人直接感受，因而人们认为互联网在经济上也具有深刻的重要性。想象互联网技术带来的影响比想象造船业技术进步或材料科学新发展带来的影响要容易得多，因为大部分人对那些领域的科研实在知道得很少。

以 S&P 综合实际收益来衡量，1994 年美国公司盈利增长令人瞩目，实际上升了 36%，1995 年实际盈利增长 8%，1996 年为 10%。这



一增长大致与互联网的诞生同时发生，但事实上两者关系甚少。分析家指出，盈利增长归功于1990年至1991年萧条后持续缓慢的经济复苏、疲软的美元、外国对美国资本及技术出口的强劲需求以及美国公司积极降低成本的措施。引起收益增长的不可能是互联网，因为当时新兴的互联网公司尚无获利能力，事实上它们今天仍没有盈利。但是收益增长的出现与一项新技术的面世如此戏剧性地同时发生，很轻易地给大众留下这么一个印象：两者之间或多或少有关系。随着新千年的到来——对未来充满乐观讨论之际——将两者联系在一起的宣传尤为强劲。

毋庸置疑，互联网本身是一项重要的技术进步，它和计算机技术、机器人技术中的其他发展很可能对我们的未来发生无法预测而又强大的影响。但是，我们可能会问，互联网及计算机革命究竟会给现有企业的价值评估产生什么样的影响呢？新技术的出现总会对市场产生影响，但如果假定企业对新技术不具有垄断性，那么新技术还能使现有企业的价值上升吗？^[3]互联网的出现会提高道琼斯工业平均指数的价值评估吗？（这一指数直到最近才开始包括网络股票）。^[4]

几年前才组建起的E-Trade公司，亚马逊公司及其他所谓暴发公司的发迹并不能证明，企业将从互联网革命中获益这一观点。将来在美国和国外会出现更多的新公司，这些新公司将会和我们今天投资的公司相竞争。简单地说，新技术对当今企业的影响是双向的：它可以增加也可以减少企业的收益。

对股市的繁荣来说，重要的不是互联网革命所带来的难以看清的现实，而是这一革命创造的大众反应。大众反应受到互联网知识直观可信度的影响，而这一可信度又最终受人们理解事件及观点的容易程度的影响。如果我们定期在互联网上花费时间，那么就会轻而易举地理解这些事件。

● 胜利主义和外国经济对手的衰落

冷战结束以后，大多数国家似乎都在模仿西方经济模式。中国自20世纪70年代末接受了市场经济。苏联内部自由市场的程度一直在



增强，在 1991 年苏联分裂为若干个较小的、以市场为导向的国家时达到顶峰。世界似乎在向我们倾斜，因此，对首要的资本主义制度的信心似乎极自然地转化成对股市的信心，美国的股市自然而然也是世界上最有价值的股市。

在 1982 年牛市开始后政治事件逐渐发生影响。其间还出现了日本 1989 年后的股市萧条，经济持续低迷。1997 年至 1998 年亚洲爆发金融危机，大致与美国股市千年末出现戏剧性的突破而挺进未知领域的时间重合。这些国际事件也许能被看做是对美国股市的发展不利，或者可能发生灾难的预兆，但实际上与此相反，很多人把它们看成主要竞争对手衰弱的表现。美国与其经济对手之间的关系一直被媒体形容成一场比赛，其中只能有一个最终胜利者，就像体育比赛那样。因此，对手的衰弱被简单地看成好消息。

胜利主义与爱国热情相辅相成。爱国主义式的自我鼓励一直在股市讨论中的地位十分突出。20 世纪 90 年代，美林股票使用了标语：“我们在美国很牛”。50 年代，纽约股票交易所推出口号：“购买美国股”。20 年代牛市时流行的口号是：“让美国牛起来”，“永远不做空美国”。尽管这些爱国主义联想已长期伴随我们，但它们在在一个显著的经济胜仗后愈发高涨起来。当国家经历挫折脸上无光时，大家广泛讨论起长期存在的经济问题，但在一场胜利后，这种讨论成为禁忌。

● 赞美经营成功或其形象的文化变革

牛市的出现伴随着实用主义价值观的显著高涨。1975 年和 1994 年的洛普 - 史塔其调查问卷问道：“当你考虑到幸福生活——你梦想拥有的那种生活时，下列各项中如果有的话，你认为哪些是幸福生活的一部分？”1975 年，38% 的人选择了“很多钱”，而 1994 年超过 63% 的人选择了这一项。^[5]

实用主义价值观本身与股市没有任何逻辑关系。不管是不是实用主义者，人们都会很合乎情理地为将来攒钱，并为存款寻找最佳投资渠道。但实用主义气氛很可能会影响人们对长期以来一直被认为具有



迅速敛财能力的股票的需求。这一实用主义气氛已经改变了我们的文化。现在人们对成功的商业人士的尊重相当或更甚于杰出科学家、艺术家、革命家。投资股票是迅速致富的捷径这一想法对重新出现的实用主义者来说有相当大的诱惑力。

80年代末90年代初的裁员（裁减多余人员的运动及其导致的工作稳定性下降）使人们对生活的看法产生了变化。自己被解雇的经历或是得知他人被解雇的经历经常被看成是对雇主和雇员间达成的含蓄的忠诚协定的违背。这样的经历鼓励工人掌握自己的命运，减少对雇主的依赖，使自己实际上成为经济实体，而不是一个庞大的经济组织的一部分。

工会长期处在衰退状态。参加工会的工人的百分比从1983年的20.1%下降到1998年的13.9%。^[6]这一下降的原因颇具争议，但关键因素在于，工人间团结忠诚感逐渐消逝，取而代之的是一种个人经营成功的道德准绳。通过追求投机性投资，人们实际上为自己开拓了第二职业——在那里，人们最终当了自己的老板。在很多情况下，第二职业提供了收入来源——这一收入不再是通过作为一个组织的一部分，而是通过作为个人与整个世界直接联系而获得的。

企业已经把给予管理层的报酬从固定工资转向企业的所有权。对S&P500家最大的公司中144个公司的抽样调查显示，到1998年，雇员股票期权已占到公开发行的股票量的6.2%。^[7]一旦股价超过股票期权的执行价格，股票期权就会带来大笔可观的收益。拥有了这些股票期权，管理层人员就有了尽其所能抬高股价的动力；就有了维持企业成功形象的动力，维护一个向着辉煌未来昂首挺进的企业形象；就有了积极主动地采取一切他们认为会对市场产生影响的措施的动力，尽管他们自己对这些措施的作用尚有疑虑。比如说，最近全世界所有的经理都在苦思冥想，如何才能将他们的公司重新定义为目前市场价值较高的网络公司。于是上市公司一哄而起，纷纷触网，其触网成本昂贵，无暇顾及长期后果。

拥有刺激性股票期权的经理还特别倾向于用股票回购来替代一部分股票红利，因为这一替代的直接结果是增加了期权的价值。1994年



至 1998 年，先前提到的 144 个公司每年平均回购发行在外股票的 1.9%，大大超过了每年 0.9% 的发行量，这一购买行为在很大程度上是为了满足雇员执行期权的要求。^[8]单是以股票回购代替股息就能把股价抬升几个百分点。^[9]

● 共和党国会及资本收益税的削减

1980 年罗纳德·里根当选美国总统，与此同时也出现了自 1948 年以来第一个由共和党控制的参议院，1994 年众议院也成了共和党的天下。由于认识到公众态度的变化，这些立法者比民主党前任更加亲商，因为这一态度的变化才使他们当选。国会的这一变化大大激发了公众对股市的信心，因为法律能采取一系列控制企业收益和投资回报的措施。

我们来看一下税收。1995 年，国会刚开始运作，削减资本收益税的提案就摆上了日程。1997 年，最高资本收益税率从 28% 下调到 20%。这一削减措施执行后，国会又提出进一步降低税率的法案。如果不是克林顿总统否决 1999 年税收法案的话，资本收益税将会进一步削减。

即便实际税率保持不变，对资本收益税可能削减的预期也会对股市产生有利的影响。从 1994 年到 1997 年，投资者得到普遍一致的建议，即继续持有长期资本收益，直到资本收益税率下调后再将其变现，这对股市是一针强心剂。1997 年资本收益税率下调时，人们担心一直在等待这一刻的投资者会大量卖出股票，从而导致股市滑坡，就像 1978 年和 1980 年税率下调后出现的情况一样。但这种情况并未出现，那是因为许多投资者认为未来将有一个更为有利的资本收益税率，因此就没有理由在 1997 年税率下调后就立即卖出股票。

资本收益税率下调、资本收益率可能计入通货膨胀指数以及房地产税率下调等类似税率下调的传言很有可能导致投资者不愿卖出已升值的股票。如果资本收益税率可能大幅度下调，何必在目前税率仍高达 20% 时就出售股票呢？受到专家静等资本收益税率下调的建议，



许多投资者将会推迟出售升值了的股票，直到确信资本收益税率降到了前所未有的低点。这种持股不抛的气氛很自然地对股价产生向上的推动力。

● 生育高峰及其对市场的显著影响

第二次世界大战结束后，美国出现了一个生育高峰，婴儿出生率大大增长。和平时期的繁荣使那些由于经济萧条和战争推迟了生育计划的人们生养孩子。英国、法国和日本也出现了战后出生率上升的现象，但它们都不及美国的上升势头来得持久、强劲，原因无疑是那些国家战后混乱无序的经济状况。1966年前后，美国及世界人口增长出现了明显减退的势头，并一直延续至今日。依据历史标准，这一人口增长的减退现象即使算不上独一无二，至少也是罕见的，因为它的出现并非由于饥荒或战争，而是由于出生率的下降。^[10]

节育技术的进步（避孕药于1959年发明，60年代中期在美国和许多国家广泛使用），以及社会对于避孕和流产合法性的认同对降低人口增长率有重要意义。同时，不断加快的城市化进程，以及教育和经济期望水平的上升也起了很大的作用。现在，生育高峰及其后的生育低谷在世界很多国家形成了潜在的社会保障危机：当那些生育高峰期里出生的人逐渐长大，直到最终退休时，能赡养这些老龄人口的年轻劳动力却将在全球范围内减少。^[11]

美国的生育高峰是指1946年至1966年的20年，这期间婴儿出生率极高。因此，到2000年（并将持续一段时间）会出现一个数量巨大的年龄介于35岁至55岁之间的人群。有两个理论认为，如此大的中年人群的存在必将推动股市的发展：一个理论把我们今天看到的高市盈率归功于那些生育高峰里出生的人相互间购买股票以备最终养老之用而产生的竞争，并因此将股价相对于收益抬高；另一理论则认为，这些人对当前商品和服务的消费促进了股市繁荣，这是根据有利于经济发展的一般化法则推断出来的：高消费意味着厂商的高收益。

这些生育高峰理论实在过于简单了。因为它们忽略了考虑什么时



候生育高峰会影响到股市，也许生育高峰已经通过投资者对股市价格产生了影响。它们没有考虑世界范围内新出现的资本主义经济及其20年后对美国股票的需求。把生育高峰对市场的推动归功于生育高峰里出生的人对商品的需求，似乎含有高收益导致股市行情高涨的意思，这无法解释目前的高市盈率。

如果生命周期储蓄模式（第一种理论）是导致储蓄市场变化的主要作用力，那么，不同资产间的价格表现会有很强的相关性，长期资产价格和人口分布也会有很强的相关性。当人数最多的那代人觉得需要增加储蓄时，他们趋向于抬高所有的储蓄工具价格：股票、债券、房地产。当人数最多的那代人觉得需要减少储蓄时，他们的卖出行为趋向于降低所有这些储蓄工具的价格。但分析股票、债券和房地产的长期资料，人们发现，事实上二者之间关联性很小。^[12]假设不同年龄层次的人因对风险容忍度不同而抱有不同的态度，因而目前相对高价是因为大多数40多岁的人对风险不像年纪大的人那么厌恶，那么资产的不同价格水平仍可能通过生育高峰理论得到解释。但这一理论从未被详细阐述出来，也没有被用来解释价格相对运动。同样值得注意的是，美国近期个人储蓄率几乎为零，而不是像生命周期储蓄理论认为的那样，呈显著的正值。当然有人会反驳，要是没有生育高峰，高价位的股市会使储蓄率呈负值，因为股票的资本收益不包括在国民收入中，即人们消费的来源中。^[13]

关于为什么生育高峰期间出生的人对风险不那么厌恶，有理论认为，这是由于这些人没有经历过30年代的大萧条和第二次世界大战，对股市及世界没有太多的恐惧。事实上，有证据表明，人格形成时期共同的经历会给一代人的心态留下永久的印迹。^[14]经过1982年的牛市，生育高峰中出生的人作为最主要的投资者已逐渐取代了那些在大萧条和第二次世界大战中度过青少年期的人。

尽管那些关于生育高峰对股市产生了影响的理论或多或少有可取之处，但实际上影响股市上涨的最主要因素是，公众对于生育高峰这一现象的认识以及人们假定的生育高峰对股市的影响。生育高峰的影响是人们谈论得最多的股市话题之一，这些谈论本身有影响股价的潜



能。人们认为，生育高峰代表了今日股市中一股重要的力量源泉，而且人们相信这股力量在近期内不会减弱。这些认识营造出一种信念：股市有理由上升到一个高价位上，而且在未来的一段时期内，股市高价还会继续维持下去。很多投资者为对人口趋势的领悟及对此投资下注中表现出的聪明才智沾沾自喜，他们没有意识到这些想法实际上是多么平常。这些认识促使股价评估不断呈现出螺旋式上升运动。

生育高峰股市理论最杰出的代表是哈里·S·邓特。他于1992年首先出版了《前程似锦：繁荣新时代中通往个人及企业收益之路的综合指南》。该书获得相当成功，为此他又写了好几本续集。1998年，他出版了《火爆的2000年：在空前昌盛下构造理想财富与生活方式》，该书在1998年《纽约时报》最畅销书排行榜上占据了四个星期的时间。1999年，他出版了《21世纪的投资者：追求理想生活的战略》。根据亚马逊公司的统计，该书跻身于所有发行书目销量的前100名之列。该书预测，股市将持续兴旺到2009年，到那时，46岁年龄组的人数开始下降，股市将开始滑坡。

邓特关于生育高峰论题的“成功论述”自然而然吸引了一批模仿者——所有这些都盛赞目前股市致富的美妙机遇。例如，1998年，威廉·斯德林和史蒂芬·维特合著出版了《繁荣经济学：即将来临的人口变迁时的个人财富前景》。1996年，大卫·K·福特和丹尼尔·斯托夫曼合著出版了《高潮、低谷和回音：如何在即将到来的人口变迁中获利》。关于生育高峰及其对于股市影响的讨论无处不在，这些讨论大都认为，生育高峰在目前及未来几年内都对股市有利。

● 媒体对财经新闻的大量报道

第一个纯新闻的电视台——有线新闻电视网（CNN）于1980年建立。其后1991年海湾战争及1995年辛普森大审判等事件使观众人数剧增，这两个事件大大激发了对不间断新闻报道的需求。观众养成了白天（甚至夜晚）任何时刻收看电视新闻的习惯，而不再仅仅是吃饭时间收看。CNN之后又出现了一些商业电视网，金融新闻电视



网于 1983 年成立，后来被并入有线新闻广播公司(CNBC)。接着又出现了 CNN 金融频道和布鲁拜里电视台。总的来看，这些电视网提供了不间断的财经新闻报道，其中大部分是关于股市的报道。这些报道的影响无处不在，以致传统经纪公司发觉有必要在他们经纪人的电脑屏幕左下角或右下角留出空间播放 CNBC 新闻。因为很多客户打电话向经纪人询问刚从电视上听到的一些消息，经纪人（他们平时太忙而无暇看电视）倒开始显得落伍了。

近几年来，财经新闻报道的范围和性质都发生了变化。哈佛大学谢伦斯得恩中心的资深研究员理查德·帕克的一项研究表明：过去 20 年中，报纸将其以往庄重的财经版变成了强化的“金钱”版，该版给出了很多对个人投资者很有用的建议。关于个别企业的报道文章以前是为与该行业有关的企业或该企业自身而写，现在则是抱着逐利的想法为个人投资者而写。在报道企业的文章中，分析师通常会对提供给投资者的新闻提出他们自己的看法。^[15]

这些强化了财经报道导致了对股票需求的增长，正如消费品的广告使消费者更熟悉该商品，提醒消费者有购买该商品的选择权，并最终诱使他们去购买一样。大多数广告实际上并不是介绍该产品最重要的特点，而仅仅起到了向消费者提醒该产品及其形象的作用。如果媒体对投资情况进行大量报道，那么股市行情上涨一点不令人吃惊，就像一场广告攻势后，最新型的运动型轿车销量上升一样。

● 分析师愈益乐观的预测

扎克斯投资研究中心的数据表明，1999 年，分析师对 6 000 家公司做出的评论中，仅有 1.0% 是建议“卖出”（而 69.5% 的建议是“买入”，29.5% 是“持股”），这一情况与以前数据显示的情况形成了鲜明的对比。10 年前，建议卖出的百分比为 9.1%，是 1999 年的 9 倍多。^[16]

现在，分析师不愿建议投资者卖出股票，因为这样可能激起有关上市公司的愤怒，公司会进行报复，拒绝与提供了“消极报告”的分



析师商谈，把他们排除在信息发布会议之外，并且在他们准备收益预测时，不提供与企业高层管理人员见面的机会。这一现象表明了，投资行业基础文化的变化，表明了分析师的评论要尽可能客观公正这一不言而喻的共识已经发生了变化。

很多分析师不愿提出卖出建议的另一原因是，越来越多的分析师受雇于从事承销股票业务的公司。这些企业不愿分析师做出任何可能不利于企业从承销股票上获利的举动。与未参加投资银行的分析师相比，加入投资银行的分析师做出的建议明显有利于主承销商或联合承销商是其雇主的企业，尽管这些企业收益预测并非十分突出。^[17]

那些知道内情的人意识到，今年的持股建议更像去年的卖出建议。詹姆斯·格兰特，一位著名的股市评论员说：“诚实在华尔街从来挣不到钱，只不过过去经纪人还装出一副诚实的面孔，现在他都懒得装了。所谓的股票研究比以往任何时候都更像一个销售部门。面此，投资者要小心啊！”^[18]

分析师的建议类似于我们学校中夸张了的评分标准。以前 C 是个中等成绩，可是现在被认为是刚刚及了格。我们很多人意识到了这一水涨船高的现象，因而在评定孩子实际成绩时，试图修正这一影响。同样，我们在股市中也应该分离出分析师建议中夸张了的成分。可是，并非每个人都准备去矫正分析师夸张的语言，因此，分析师标准的改变所产生的总体效果是鼓励对股价进行更高的评估。

此外，影响分析师报告的不仅仅是测量尺度发生了变化，连对收益增长定量的预测也出现了向上的偏差。联邦储备委员会董事局史蒂芬·夏普先生的一项研究显示，1979 年至 1996 年的 18 年中，有 16 年分析师对 S&P500 股票每股收益增长的预期值高于实际增长值。预期增长率与实际收益增长率之间平均相差了 9 个百分点。分析师对 1980 年至 1981 年和 1990 年至 1991 年两次严重的经济滑坡时期做出了收益增长在 10% 范围内变动的预测。^[19]

这一偏差是分析师做一年期预测的显著特点，而他们在下一期收益报告公布前对收益预测通常会更冷静些。为迎合企业想看到每季度收益增长离于预计的心态，分析师倾向于发布比实际数字稍低一点的



预测。而企业在公布收益报表的前夕，会与那些预测偏高的分析师商谈，敦促他们降低预测，而不理会那些预测偏低的分析师。这样，在没有明显造假的情况下，使得平均收益预测出现一个往下的偏差。^[20]客户在评估分析师预测准确度时，最通常的做法是比较最新发布的收益和最新的收益预测。因此，在收益发布前夕，分析师预测不会高得离谱，否则这一大偏差将会令他们十分尴尬。

分析师容易偏高的倾向在预测将来时表现得最为明显，而在对一季度、一年的预测上不那么显著。正是对超过一年期的未来的高预期，导致了现在所看到的股市高位行情。分析师们对遥远将来的一致的乐观预测很少担心，他们断定这一普遍的乐观态度对经营总是有利的。毫无疑问，分析师发现同伴们都在显示长期的乐观态度，毕竟人多好壮胆。于是他们也从从容容、例行公事地对投资大众说出“美国前景一片光明”之类的套话，而对其准确性毫不关心。

● 规定缴费养老金方案的推广

随着时间流逝，雇员养老金方案性质的改变促使人们去学习并最终接受股票作为投资手段这一做法。尽管这些变化并没有使股票优于其他投资形式而成为养老金专门的投资工具，但它们——通过强制人们为自己养老投资做出明确的选择，一个已经为他们做好了的选择——鼓励人们去投资股市。做出上述养老投资选择可以教给人们股票知识，并增加对股票的熟悉程度。

美国最具变革性的制度变化是建立在规定受益方案基础上的规定缴费养老金方案的推广。1989年是一个重要的里程碑：第一个401(K)方案制定出来，并很快被国家税务局批准。^[21]在此之前，雇主的退休金方案通常属于规定受益方案。在这一方案下，雇主保证当其雇员退休时，给他们一笔数额固定的养老金。规定受益方案的储备由雇主管理。在401(K)方案下[类似的还有403(b)方案]，设立了一个从雇员工资支票中代扣的暂缓征税的退休金账户，雇员有机会获得该账户的分摊额。因为，他们拥有401(K)账户上的投资，投向



股票、债券及金融市场。税法鼓励雇主分担其雇员 401 (K) 账户资金，因此，雇员有很强的参与欲望。

1982 年股市跌入谷底以来，许多因素刺激了规定缴费养老金方案的发展。按传统的做法，工会一直把规定受益方案作为保证其会员退休后的福利保障，工会的衰退意味着对这一方案的支持越来越少。制造业长期以来是工会和规定受益退休金的堡垒，现在其重要性日趋萎缩。在管理层中，规定受益方案也不如以前受欢迎了，因为所谓的过度出资方案有时使企业容易受到被收购的威胁。人们认为，规定缴费的管理比规定受益方案的管理更经济。此外，规定缴费方案尤其受到那些喜欢监管自己投资的雇员的欢迎，因此，企业倾向于向所有的雇员提供这种方案。

方案中关于鼓励人们参与的税收政策使股票与债券成为投资的选择，政府已使人们看到了股票相对于债券或其他金融市场投资工具的优越性，增加了解任何一种投资工具都很可能激发对该工具的需求。1954 年纽约股票交易所开展了一场市场调查，目的在于寻求如何激发公众对股市的兴趣。调查表明大多数人对股票知之甚少：仅有 23% 的公众能够对股票下一个定义。此外，调查还显示，公众对股市抱有一种模糊的不信任感。^[22]因此，纽约交易所举行了一系列公众信息专题研讨会，试图改变公众对股票缺乏了解的状况及公众对以股票为投资工具的偏见。但是在推广股票知识及兴趣方面，交易所举办的研讨会无论如何也比不上明确分担方案那种“边干边学”所产生的效果。

如果透过养老金的镜头把注意力集中到股市，人们就会进行长远考虑。401 (K) 方案公开的意图是为退休做准备，但退休对大部分雇员来说还是很多年后的事。401 (K) 方案的发起人没有给投资者放出短期投资时机的消息，投资价值报告书也不是经常性发出的。参与者不可能每天通过报纸查看他们投资的价值。这一长远考虑可能通过转移投资者对短期波动的关注而提高股价的评估。

鼓励投资者长远考虑说到底是一种好事。但目前 401 (K) 方案一个附带的鼓果可能是，通过又一个心理机制进一步增加对股票的需求。



求。通过向雇员提供多种股市投资类型，雇主能创造对股票的需求。经济学家希罗莫·本纳兹和理查德·泰勒指出了投资类型对最终投资选择的影响。他们通过使用试验性的资料以及实际养老基金配置资料，发现人们倾向于把资金均匀地分配在可选项上，而并不考虑可选项的内容。举例来说，如果一项 401 (K) 方案提供股票基金和债券基金两种选择，很多人会各放入 50% 的资金。如果方案提供的两种选择是股票基金和一个平衡基金（比如说有 50% 的股票和 50% 的债券），那么人们还是倾向在每项上注入 50% 的资金，即使现在他们在股票上的投资已达到总投资的 75%。^[23]

401 (K) 方案提供的选项通常严重地偏向于股票。与此形成鲜明对照，大部分 401 (K) 方案没有房地产选项，只有 TIAA-CREF 提供的一个方案里有真正的房地产投资的选择机会。这样，401 (K) 方案的发展刺激了公众对与房地产相关的股市的兴趣。目前典型的 401 (K) 方案提供的选项有股票基金、平衡基金（通常是 60% 的股票加 40% 债券）、企业股票（对雇主的投资），此外可能还有一个专门的储备基金，如增长基金、债券基金、货币市场基金或固定收入担保投资合同。根据本纳兹和泰勒调查的结果，我们毫不惊奇地发现，只要有很多与股票相关的选择项摆在人们面前，那么按比例计算，人们在股票基金上的资金投入会比其他项多。此外，由于股票更有“味”——就像街角酒吧里，葡萄酒比伏特加更具多样性一样——因而更多的注意力就被吸引到股票上来。

就这样，对股票产生的兴趣价值或好奇价值而不是任何理性的决策过程很微妙地促使投资者购买了更多的股票，这种似乎无意识的兴趣帮助抬高了股市价格。

● 共同基金的发展

股市行情的上涨发生在共同基金的突增及共同基金广告广泛传播的同时。在 1982 年，最近一次长时期牛市开始初期，美国仅有 340 个共同基金。到 1998 年，共同基金达到了 3 513 个，比纽约股票



交易所上市的股票还多。1982年美国有620万个共同基金股东账户，大约每10个美国家庭就有1个。到了1998年，这样的股东账户上升到1.198亿个，几乎每个家庭有2个账户。^[24]

共同基金是新瓶装旧酒。早在19世纪20年代，美国就出现了投资公司，尽管不用共同基金这一名称。^[25]马萨诸塞投资信托始创于1924年，一股被认为是第一个共同基金。它与其他投资信托的不同之处在于，它公布投资组合状况，保证谨慎的投资策略，当投资者对其投资要求支付现金时实行自动清偿。但这个共同基金发展缓慢，投资者投有很快发现其优越性。20世纪20年代出现牛市时，很多投资信托倒是蓬勃发展起来。这些投资公司不具备我们今天与信托基金紧密相联的保护措施，许多操作有欺诈性，有的甚至是庞氏骗局（见第三章）。

1929年股市崩溃后，许多基金比市场更无价值，公众对投资信托极不信任，尤其感到信托公司经理背叛了他们。这些经理平时常常追逐与投资者截然相悖的自身利益。1940年投资公司法案建立了对投资公司的管制，帮助公众重建了一些信心。但是公众需要的不仅仅是政府管制，他们还要一个新名字，一个不会让人联想起投资信托恶名的名字。共同基金与共同存款银行、共同保险公司名字上有相近之处，从而显得可靠，对投资者也颇有吸引力。因为后两者是经受了股市崩溃考验几乎未受丑闻干扰生存下来的倍受尊敬的机构。^[26]

1974年的雇员退休收入保障法案开设了个人退休账户，从而给共同基金行业以新的冲击力，但这一行业直到1982年牛市开始后才真正腾飞起来。

共同基金在此之后迅速发展起来，部分原因在于它们成为401(K)养老金方案的组成部分。当将方案余额直接投向共同基金时，人们很快熟悉了这一观念，这样逐渐也倾向于把非401(K)存款投入到共同基金中来。

共同基金迅猛发展的另一原因在于，它们在广告宣传上做了大量工作。电视节目、杂志、报纸频繁地打出广告，投资者还能在邮件中收到免费送来的广告。共同基金引导人们相信管理基金专家会带着他



们绕过陷阱，从而促使更多天真的投资者参与到股市中来。

因此，共同基金的推广把公众的注意力集中到股市中来，其结果刺激了股市整体而不是个股的投机价格运动。^[27]正在形成的流行观点认为，共同基金是稳固的、方便的、安全的。这一观点鼓励许多一度畏惧市场而不敢参与的投资者走入市场。这样，推动了股市向上走。

（进一步讨论公众对共同基金的态度见第十章。）

● 通货膨胀回落及“货币幻觉”的影响

以消费者价格指数百分点变化来衡量，美国通货膨胀自从牛市开始后逐渐好转。1982年，尽管通货膨胀率在4%左右，人们还是很不确定通货膨胀率是否会回升到1980年时的高位（几乎达到了15%）。牛市期间最显著的股价上升出现在90年代中期，那时通货膨胀率降至2%~3%范围内，然后又跌破2%。

在关于大众对通货膨胀态度的调查研究中，我发现，大众对通货膨胀很关注。^[28]人们普遍认为，通货膨胀率是国家经济和社会机能状况的晴雨表。高通胀被认为是经济紊乱、基本价值丧失的表现，是国家的耻辱，在外国人面前丢脸。而低通胀被认为是经济繁荣、社会公正、政府廉洁得力的表现。因此较低的通货膨胀率增加了公众的信心，随之增长了股价，这一点并不奇怪。

但从一个纯理性的角度来看，股市对通货膨胀的这一反应是不恰当的。1979年，诺贝尔奖得主弗朗哥·莫迪格里亚尼同理查德·科恩一起合作发表了一篇文章，提出股市对通货膨胀反应不恰当是因为人们没有完全理解通货膨胀对利率的影响。^[29]当通货膨胀很高时——他们写文章时，正接近于1982年股市谷底——名义利率（我们看到的每日报价利率）也很高。这是因为它必须补偿投资者因通货膨胀带来美元贬值而遭受的损失。但实际利率（根据通胀影响调整的利率）那时并不高，因此股市不应有高名义利率有任何反应。莫迪格里亚尼和科恩认为，当名义利率较高，尽管实际利率并不高时，股市仍会倾向于走入低谷，这是因为存在一种“货币幻觉”，或者说，公众对货币



标准的变化所产生的影响迷惑不解。发生通货膨胀时，美元价值发生变动，因此改变了衡量价值的尺码。面对变化了的尺码，许多人很自然会感到迷惑。

他们还指出（这一点更为敏锐），由于企业从其收益中扣除了债务利息，而不仅是实际利息，因此人们未能正确认识企业精确收益中的一个偏差。在通货膨胀时期，这笔付出的利息可能仅仅被看成是真实债务的部分预付，而未被看成企业的一项损失。很少有投资者能意识到这点，并对通货膨胀这一影响做出修正。这一疏忽可以被看做是货币幻觉的又一例子。^[30]

公众对目前通货膨胀认识的误区刺激了对实际回报的高预期。媒体报道以往长期股市回报时，所用的大部分数据都是名义数据，即没有修正通货膨胀影响，很自然地鼓励人们去预期这种回报会持续到将来。目前的通货膨胀率在2%以下，与之相比，1960年约翰·肯尼迪当选总统后出现了一个历史性的平均水平——消费者价格指数水平上的通货膨胀率平均保持在4.4%。因此，期望在目前股市中获得与1960年后股市中同样的名义回报的要求是太高了。

媒体报道中的历史股价指数曲线图几乎总是采用名义数据，而不是像本书采用剔除通货膨胀影响后的数据。消费者价格从1960年至今已翻了6倍，从1931年算起则翻了17倍。如果不扣除通货膨胀的影响，它会给长期历史股价指数曲线造成一个强劲的向上冲势。因此千年之交，实际股市中出现的异常现象，表1.1显示的股价飙升，并没有在媒体报道的长期历史曲线图中反映出来。事实上，媒体报道中的曲线图使人们认为目前股市中并没有任何异常。

新闻撰写者大都不对通货膨胀因素进行修正，可能是因为他们认为这种调整比较难懂，不大会受到读者的广泛认同。在这点上他们可能是对的，大部分人都没有学过经济学基本原理，即使学过的人可能也已经忘了大半。这样，他们没有掌握一个基本原理——当美元的数量和价值极不稳定时，用美元衡量的价格是不正常的。大部分公众没有完全领会到，更有实际意义的股市水平是通过一些广泛通用的商品来衡量的，也就是在剔除消费者价格通货膨胀水平后来衡量。^[31]



● 交易额的增加：折扣经纪人，当天交易者及 24 小时交易

1982 年到 1999 年，纽约股票交易所的股票周转率（一年中所有卖出股票股数与全部股票股数的比值）从 42% 上升到 78%，几乎翻了一倍。^[32]注重高科技股的纳斯达克市场则表现出更强的股票周转率增长态势，从 1990 年的 88% 上升到 1999 年的 221%。^[33]这一高周转率可能是这里我们分析的众多因素使人们对股市兴趣增加的表现，但股市周转率上升的另一原因是交易成本的下降。1975 年股票交易委员会批准了竞争性经纪人佣金后，佣金率立即下跌，还出现了折扣经纪人。此外，技术及组织结构也出现了变动，一些创新举措如 1985 年纳斯达克引入的小额委托执行系统以及 1997 年股票交易委员会公布的新委托操作规则使交易成本降得更低。股票交易委员会关于鼓励平等进入市场的规定导致了一大批“当日交易”的业余投资者的出现。所谓“当日交易”即试图通过利用职业投资者使用的委托执行系统来迅速交易股票而从中获利的交易。

网上交易服务引人注目的发展和 1997 年后股市最辉煌的上涨几乎同时发生。根据股票交易委员会的一项调查，1997 年美国有 370 万个网上账户，到 1999 年达到 970 万个。^[34]网上交易的发展以及相关的以互联网为基础的信息和交流服务的发展每时每刻都在增加人们对股市的关注。由于投资者在空闲时坐在客厅里就能得知变化的价格，因此工作时间以外的交易同样使人们增加对市场的关注。

开市的时候，投机价格似乎更容易变动。而经过两天，其中包括股市闭市一天（比方说曾有一段时间纽约股票交易所星期三的闭市）^[35]，价格变化的幅度倾向于小一点。因此，我们有理由相信，网上交易的扩展以及交易时间的延长会提高股价变化的幅度，而股价水平到底是提高还是降低则不那么确定了。

然而有证据认为，对报价越来越频繁的披露，事实上可能会减少对股票的需求。经济学家希罗其·本纳兹和理查德·泰勒指出，对股市价格关注的时间模式会对股票需求产生深远的影响。在实验情况



下，如果人们能看到股价的每日资料，他们对投资股票的兴趣会比他们只能看到长期回报资料时小得多。^[36]目睹股价每日纷杂变化显然增加了他们对股票投资风险的顾虑。因此，增加市场价格披露频率的体制创新可能会使市场价格水平下跌。

另一方面，最近的机构和技术变化造成的股价报道频率增加对股市产生的影响可能与本纳兹和泰勒设计的试验情况下得出的结论完全相反。在人们的注意力不受实验者控制的非实验情况下，价格观察频率增加，由于吸引了人们对股票的注意而倾向于增长对股票的需求。公众变化的注意力是投资估价的一个关键因素，这一点我们将在第八章中详细论述。

● 赌博机会的增加

近年来，美国的赌博机会骤增。19世纪70年代，路易斯安那州彩票丑闻后，国家禁止了大部分形式的赌博及彩票。由于国会1890年法案禁止邮售彩票，路易斯安那州彩票所实际上也关闭了。从那时起直到1970年，合法的赌博大致局限于赛马或赛狗，而这些赌博形式对大众的吸引力十分有限，而且在当时还要求人们身临竞赛场。1975年，有13个州发行了彩票，到1999年，37个州彩票提供了方便简单的下注方式。1990年前，只有内华达和大西洋城经营合法化的赌场，到1999年，船上赌场及码头区赌场已将近100个，而印第安保留地内的赌场就达到260个。同一时期，通过卫星报道赛事，场外下注也发展起来，赛马和赛狗急剧膨胀。在家中通过有线网络及互联网下注赛马或赛狗成为可能。此外，电子赌博机也雨后春笋般出现，包括老虎机、电视扑克、电视基诺纸牌游戏。在有的州车站，便民店及彩票经销点内都设有赌博机。无处不在、便利的赌博机会以及为推广赌博进行的市场拓展攻势在美国都是史无前例的。根据国家赌博影响研究委员会1999年的报告，1998年有1.25亿美国人参与了赌博，这一数字代表了大部分成年人口。^[37]此外，估计有750万美国人是 有问题的赌徒或是病态赌徒。



赌博场所的增多以及实际赌博频率的增加，对我们的文化以及对其他领域冒风险的态度（如对股市投资的态度）产生了潜在的重大影响。以州彩票为形式的赌博合法化有时不是取代而是助长了非法彩票买卖^[38]，因此可能同样助长其他反复无常的冒险活动。赌博压制了对冒险天然的禁忌。一些赌博合约，尤其是彩票，表面上像金融市场：一个通过电脑交易，一个接受凭证（彩票券）。在所谓的大彩票发行中，人们参与的是一个轰轰烈烈、倍受瞩目的全国性活动。建立起参加这种赌博活动的习惯后，人们很自然地逐渐步入更高层次的赌博形式——股票投机。

美国股市波动最大的时期是从1929年到1933年，当时的波动幅度是以往最高记录的2倍多。这一时期的剧烈波动出现在一阵“赌博热”中。这一“赌博热”的出现并非由于赌博的合法化，而是由于1920年至1933年期间禁酒法令引起的集团犯罪的结果。^[39]1920年后为满足对烈酒的需求，犯罪团伙应运而生。这些犯罪团伙很自然地进入非法彩票赌博或在非法售酒点进行的双骰子赌博及轮盘赌的活动。为在全国范围内供应烈酒，集团犯罪建立起高效的配送、营销和零售体系，他们突破了传统的地盘限制，这个体系使得非法赌博活动能在一个更大的范围里进行。毫无疑问，禁酒时期助长的对法律的广泛藐视助长了赌博的合法化。

从赌博到金融波动的转化是因为赌博以及鼓励赌博的机构促使人们夸张地认为自己的好运气是无穷无尽的，助长了人们与他人攀比的强烈兴趣，并寻找到了从无聊单调的感觉中兴奋起来的新途径。今天，我们无时无刻不受到试图助长这种态度的高度专业化广告的影响，即使是广播或电视广告中通过职业演员表达出的也是典型的赌徒的自我辩解。这些推销努力，以及赌博的亲身经历或目睹他们赌博，刺激了股市中轻率的冒险行为。这种广告露骨的程度令人吃惊，一块康涅狄格州广告牌为场外下注招揽生意，醒目的大写字母是：“就像股市一样，只不过更快。”



● 小结

回顾这张列举了促使市场繁荣的潜在催化因素的清单，我们应该牢记，股市定价并没有完美的技术。毋庸置疑，经济学家对金融市场的认识已有了很大的深化，但是现实中仍存在错综复杂的因素。

上述很多因素都有自我实现的特点。这样，即使有可能，要获得预测性的科学解释也是很难的。但是，许多因素确实有迹可循。互联网热、网上交易的激增、共和党控制的国会以及对资本收益税的削减都发生在股市最激动人心的飙升时期。其他因素——包括规定缴费养老金方案、共同基金的发展、通货膨胀下降、交易额的上升都明显地与1982年股市到达低谷后出现的事件密切相关。此外，我们的文化清晰地反映了伴随股市涨潮而出现的进一步变化。比如，研究表明，实用主义在过去的一代人中稳步上升。也许最有意思的是，赌博在20世纪90年代发展迅速。这些因素目前存在于美国，也同样存在于欧洲和其他国家。因此，认为这些因素对美国股市繁荣有重大意义的理论与存在这些因素的其他国家也出现了繁荣的事实相吻合。^[40]

相互关联当然不是原因，也不应被生硬地认定为原因。但当股市活力四射、牛气冲天时，不管繁荣是非理性的，还是理性的，我们在制定今后几十年内影响社会生活的政策时，必须重视考虑股市这一自我实现的心理。



放大机制：自发形成的庞氏骗局

在前一章中，我们考察了一些促成目前的投机性泡沫的因素。本章要研究下面的问题：投资者的信心、对未来股市的期望及其对股票需求产生的影响所共同形成的机制，是如何将上述各种因素的作用放大的。为了提供一些具体的背景材料，我们首先看一下有关投资者信心和期望方面的例证。

放大机制是通过一种反馈机制工作的。本章将这种反馈机制描述成一种自发形成的庞氏过程。过去的价格增长增强了投资者的信心及期望，这些投资者进一步哄抬股价，从而吸引更多的投资者，促使这种循环进行下去，因此将最初的催化因素进一步放大。反馈机制在许多公开演说中被广泛提及，但只是作为一种假说来对待，通常认为没有得到证实。事实上我们将看到，还是有一些证据能够支持这样的反馈机制。



● 投资者的高度信心

最近牛市的一个显著特征是，投资者对股市持有很高的信心。1999年，我通过邮寄的方式对一些富有的个人进行了随机抽样的问卷调查。调查表明，大多数人都相信，从长远角度来说，股票是最好的投资。^[1]这次调查中的一个问题及147名受访者作出的回答如下：

你同意下面的表述吗？“对于长期持股者来讲，股市是最好的投资场所，他们可以在股市的涨跌中买进并持有股票。”

- | | |
|----------|-----|
| 1. 非常同意 | 76% |
| 2. 有些同意 | 20% |
| 3. 中立 | 2% |
| 4. 有些不同意 | 1% |
| 5. 非常不同意 | 1% |

很显然，对这一问题的同意率是非常高的，有96%的受访者是持同意态度的，持非常同意态度的百分比也很高，是76%。1996年，我也对同类人士提过这个问题，结果略有不同，在134名受访者中，持同意态度的占94%，非常同意的占69%。

在任何调查问卷中，96%的同意率都是很可观的，在涉及如投资战略这样敏感问题的调查中，这一同意率更为可观。^[2]过去，很多人认为房地产（如20世纪70年代、80年代）或政府债券（如在最近的牛市出现之前，进行退休投资决策时）是最好的投资。^[3]有人也许会想，总会有一些受访者会认为，投资黄金、钻石、古董、教育或自我提高是最好的战略，但事实不是这样：几乎所有人都同意股市是最好的战略。

与这一观点相对应，人们觉得股市是一个非常安全的地方。1999年调查中的另一个问题及得到的结果如下：



你对这种说法的同意程度如何？“如果再发生一次像 1989 年 10 月 19 日那样的股市危机，股市在大约两年左右的时间一定会回到以前的水平。”

- | | |
|----------|-----|
| 1. 非常同意 | 47% |
| 2. 有些同意 | 44% |
| 3. 中立 | 3% |
| 4. 有些不同意 | 5% |
| 5. 非常不同意 | 1% |

绝大多数的受访者表示同意：有 91% 的富有的个人投资者持同意态度。几乎没有人真正不同意这一看法，因为如果相信股市是不可预测的，他们就不会同意这一看法。当我在 1996 年对富有人士问同样的问题时，在 135 份答案中，有 82% 的人持同意态度。

奇怪的是，人们似乎不相信上述问题的相反情况：即不相信如果股市像现在这样急剧攀升，在两年内一定会跌落。^[4]他们对市场反弹的相信似乎是来源于普遍的乐观和自信情绪，而不相信股价的长期稳定性。

从对这两个问题的反应中，我们可以看出，公众对股市的非同寻常的信心是造成近期市值高涨的根本原因。人们似乎发现了一种安全而有利可图的投资，而且这种投资是一定不会赔钱的。他们没有看到真正的潜在风险，这也能够解释：如果用传统方法如市盈率来衡量，股票的价值过高时，他们还是愿意去买股票。

尽管从 20 世纪 80 年代中期以来，我一直在对投资者进行调查，但直到 1996 年，我才想起问这些问题。因为在这之前，这种极其乐观的投资思想并不是那么显而易见。所以，无论投资者是否认为股市危机发生后一定会反弹，我都没有问这些问题，因此我没有办法证实那个时期公众是否相信股市危机后一定会迅速反弹。不过从 1989 年起，我问了一个类似的问题。问题及结果如下（包括 1999 年从 145 名富有的个人受访者中得到的结果，1996 年从 132 名受访者中得到的结果以及 1989 年从 116 名受访者中得到的结果）：



如果明天道琼斯指数下降 3%，我猜测后天的道琼斯指数将会：

	1999	1996	1989
1. 增长	56%	46%	35%
2. 下降	19%	24%	34%
3. 不变	12%	18%	13%
4. 说不清	13%	11%	18%

在 1999 年的调查中，认为道琼斯指数会上升的人数几乎是认为会下降的人数的三倍，但并非总是如此。1996 年，认为会上升的和认为会下降的人数比例是 2:1。1989 年，持上升观点的人数和下降观点的人数基本持平。因此，经过 10 年时间，可以明显看到，个人投资者的信心急剧增长，他们认为，有一天市场跌落之后，就一定会迅速反弹。^[5]

有一些证据可以表明，1929 年，许多人对股市跌落后会反弹持有同样的信心。尽管我们没有那个时期的问卷调查数据，但可以看到当时对投资者信心的叙述。弗雷德里克·路易斯·阿伦在 1931 年出版了描述 20 世纪 20 年代历史的著作《就在昨日》，书中写道：

1929 年夏天，当人们回忆往事时，他们可以从中得到安慰。在过去几年中，每一次股市的暴跌之后又都会很快攀升到一个新的高度。进二退一——这就是股市的走势。如果你卖出股票，就只好等到下一次暴跌（每几个月就有一次暴跌）才能买进。因此，根本没有理由立即卖出。如果你的股票好，最终就一定会赚钱。真正明智的做法似乎就是“买进股票后持有不放”。^[6]

● 对投资者信心的反思

思考当前投资者信心的本质和原因非常重要，这不只是为了理解现在的情形，而且是为了讨论本章后面的反馈机制。我们会看到，增



强投资者信心的反馈机制是发生在复杂的社会环境和心理环境背景之下的。

人们是如何得知，如果发生暴跌，股市在大约 2 年的时间内一定会回到过去的水平呢？当然历史并没有证实这一点。有许多例子表明，市场运行在相当长的一段时期内一直表现不佳。就拿最近的例子说吧，日经指数不及 1989 年最高值的一半，其他的例子是在第一章中讨论的 1929 年至 1966 年这段时期内股市的最高值。但是，市场持续不良运行的例子在公众头脑中不是十分突出。

近期国内市场运行较受投资者关注的原因是，他们每天都在经历股价的变化。从 1982 年起，他们亲眼目睹了飞涨的美国市场并对其做出了反应。现在，美国投资者的经验与日本股市的投资者以及几十年前美国市场投资者的经验都有所不同。许多人把注意力都放在每天报纸的股市走势图，他们似乎能够凭直觉感觉到，每次下跌反弹后会迅速创出新高。我们在学习骑车或驾车时所用的认知能力可以使我们凭直觉知道脚下道路的状况，这种能力也应用到了对股市的预期之中。对于那些二三十岁甚至四十多岁的投资者来说，在他们关注并投资于股市的时期，这种上升趋势还一直存在着。

多年来目睹股市下滑后会持续反弹的主观经验对我们的想法产生心理冲击，在脱离事实后，这种冲击很难理解或重建。那些相信股市会下滑和持续低迷的人由于年复一年不断地出现判断错误，对自己的坏情绪很敏感。那些不断预测下滑的人由于总是在错，会痛苦地感觉到丢面子。由于对认识世界的满意程度是自尊和个人身份的一部分，很自然地，以前悲观的人想建立一个不同的世界观，或至少会在公众面前呈现出不同的态度。因此，改变了的情绪会对他们的观点——或必然对观点的表达——产生冲击，这种冲击不依赖于支持或驳斥这些观点的任何客观证据。

即便投资者自己对 1982 年以后的股市没有给予关注，他们还是能够不断听到有关股市老手的感觉描述。为了理解这一层意思，引用一个反对市场时机的论述很有帮助——以下摘自大卫·伊里亚斯 1999 年出版的一书《道琼斯 40 000 点》。



道琼斯指数到达“最佳时机”时再进行投资会发生什么。1982年当道琼斯指数刚刚超过1 000时，他打电话告诉我，他在寻找合适的时机进入市场。过了这么多年，他仍在寻找一个绝佳时刻的反弹点。现在琼已经62岁了，还把钱放在大额银行存单中，他错过了整个牛市及其数个“千点”里程碑。到现在琼还没有意识到根本没有绝佳时机。当股市从反弹点恢复之后，通常会通向新高。^[7]

这段文章表面上有一些说服力，尤其是将其与伊里亚斯书中接下来一段中关于高收益率（如同近期的股市）下复利机制的论述结合起来，更能表明股市是真正致富的场所。这种叙述带有感情色彩，如同一个导致严重车祸的驾驶失误或要求老板给自己提升的好处的故事一样，具有感情色彩。

建立在这个故事基础上的论述有一定的说服力，原因是——将成功的投资看做是掌握自己内在冲动的过程，而不是在历史环境中考虑我们现在所处的情形——它使读者忘记了就股市行情而言，目前什么才是特别需要关注的。普通人在控制自己冲动时会考虑很多——如考虑使自己努力工作而不是放任自流，要保持苗条不要发胖——因此要求克制的论述比那些有关市盈率的历史文章更能引起共鸣。伊里亚斯论述的诱惑力在于，它回忆起懊悔之痛，即进行当前投资的情感原因。这一点将在本章的后面提到。当论述脱离了对历史数据的分析时，随便翻阅近期的数据，就会发现现实数据对人们思维的惟一影响是，会隐约感觉市场总是有反弹。

多数媒体总是报道一些在过去几年中投资股票的人感觉非常满意之类的事情，其实是在明显暗示读者“你也能行”。仅从大量实例中引用其一，《美国周末》（一种随报纸发行的全国性周末杂志）中的一篇文章，题为《如何在美国真正致富》的文章。这篇文章举了几位投资者的成功经历，并提出了一个假设性的叙述，假设一位22岁的大学生毕业，第一年赚30 000美元，并且每年的实际收入会增长1%。“如果仅将收入的10%用于储蓄，并将这些储蓄投资到S&P指



数基金中，在 67 岁退休时，就可以净收入 140 万美元，而且是以今天的美元来衡量的。”^[9]这种计算假定 S&P 指数基金能够获得 8% 的无风险实际收益率，但并没有指出随着时间的变化，收益也可能没这么高，因而她最终可能成不了一个百万富翁。在 1929 年的《妇女家庭》上也出现一篇标题十分相似的文章，这篇《人人都会致富》^[9]也进行了同样的计算，也同样没有说明从长远角度来讲，任何事情都可能出错。在 1929 年股市崩盘之后，这篇文章臭名远扬。

这些摘录很少提到对股市升值潜力的看似有说服力的讨论，而是在有关成功或不成功投资者的故事背景中有所涉及，通常言外之意还表明，那些投资做得好的人具有精神上的优越感。公众逐渐对那些慢慢地耐心赚钱而不受市场变动的影响的人产生了强烈的崇拜，这是许多通俗书籍的主题。其中，著名的一本是由托马斯·史坦雷和威廉·邓科合写的《邻家的百万富翁：美国财富的惊人秘密》，这本书在 1996 年出版以后，在《纽约时报》精装畅销书排行榜上占据了长达 88 周的时间，持续占据《时代》的平装畅销书排行榜。这本赞扬耐心和节俭美德的书，销量超过 100 万册。

事实上，这类耐心投资的故事已超越了美国国界。在德国，由博朵·舒夫特所写的 1999 年度畅销书《金融自由之路：七年成为百万富翁》为投资者设定了七年的时间，将任何股市下滑后必然迅速反弹的至理名言列为十大“黄金准则”之首。另一本 1999 年出版的德国书通篇都在讲述耐心投资总会赚的主题，这本书由本德·尼奎特所著，题目是《不必担忧下一次熊市：为何股市是长期投资的绝佳场所》。^[10]

在观察对股市（无论是 20 世纪 90 年代还是 20 年代）信心的通俗表达并尽力了解当时人们感受的过程中，意识到如下一点是十分重要的：在多数情况下，我们所看到的有关股市信心的表达并不是这些环境中的焦点。例如，苏哲·奥曼是 90 年代一名极其成功的投资顾问，也是畅销书作者，作品有《金融自由九步法》（1997）和《致富勇气：创造丰富物质和精神生活》（1999），她在电视台为自己树立了非凡的声誉，经常出现在奥帕拉·温弗雷的节目中，强调一个人致富所要采取的情绪和精神措施。具体建议就是甩掉债务，投资股市，她所



举的复利率 10% 的例子绝对不是注意的焦点。很显然，多数观众都对她传达的精神信息感兴趣，对这些观众来讲，如何面对储蓄中的困难是关注的焦点。她所假设的市场每年一定会产生 10% 的收益率只是一个背景信息，观众和读者没有时间也不愿意去追究这一信息。尽管如此，由于她和其他作者对这一假设的不断重复，这一假设被提升到了传统智慧的地位。

在今天极高的投资者信心的背后，还有许多因素——这些因素只能混淆投资者的思维。一个重要因素就是消费品价格指数的持续增长，我们在前面章节中提到过消费者价格指数，消费者价格指数对所有价格都产生了压力，因此也会消除任何投机性市场中的名义上的下滑因素。结果，这种通货膨胀掩盖了这样一个事实：从真实的扣除通货膨胀的角度来讲，投机性资产可能没有重新获得它的真正价值。毫无疑问，人们会想起在住宅方面的经历。例如，美国东北部的住宅价格在 90 年代初期开始下滑的，当时这一地区的许多地方，住宅价格达到了 1988 年至 1990 年最高值的水平。人们忘记了，从那时起消费者价格指数的通货膨胀率高达 25% ~ 30%，结果实际住宅价值仍在下降。当然，由于现在的通货膨胀率很低，这种感觉应该减弱，但是人们仍旧记得高通胀，以后一段时间他们还会记着。目前的情形是，通货膨胀率极低，但仍处于正向膨胀，这种情形对提高市值极其有利。由于通货膨胀率较低，人们对未来经济形势很乐观，但仍然期望像在通货膨胀阶段一样，股价能从跌点反弹回来。

另一个重要因素就是，目前的经济扩张是美国历史上最大的平稳扩张。正如不相信股市会下滑一样，人们也不相信经济会衰退，而这会从直觉上增强对股市的乐观看法。事实上，我们所看到的公众对股市的信心也反映了公众对整个经济的信心。密歇根大学的董事会和调查研究中心所测得的消费者信心已接近近年来的最高水平。

● 高市值情况下预期不减的例证

在对投资者的调查中，我发现，当前的高市值并没有降低平均预



期。我以开放式的问题询问对不同阶段道琼斯指数的预期，而没有让他们从给定的价格增长的范围中做出选择，他们必须在没有任何暗示的情况下，说出自己的预期值。1989 年对高收入的个人投资者所进行的调查中，对道琼斯指数一年内变化平均预期值是 0.6%，1996 年的数值是 5%，1999 年是 4.6%，大致上与 1996 年相同。因此，在过去 10 年中，股市在急剧攀升，从 1989 年起，高收入的个人投资者的平均预期从整体上讲也一直在升高。在机构投资者中，对于一年内股市回报的预期收益我也没有发现特别的趋势，但是面对高涨的股市，他们也没有失去信心。

一些人可能会对现在报道的平均预期的低调程度感到吃惊。看一看这些人的回答，就会对平均预期值为什么如此之低一目了然。大多数报资者回答说，明年股市会增长大约 10% ~ 15%，而这一增长值几乎是过去 50 年中的平均名义收益率。极少数人认为，增长值可能会高于 10% ~ 15%，大约有 1/3 的人说，市场会下降 10%，也有人说下降 20%。因此，从这些回答中可以看出，平均预期值是股市将以大约 5% 的速度增长。在 1989 年，更多的受访者认为市场将下降 10% 或 20%，因此对市场的平均预期大约为零。

几乎没有人回答明年市场会上涨 20% 或 30%，这并不令人吃惊。这不是一个引人注目的答案，也不是人们期望在媒体中见到的答案。引人注目的说法是说市场将继续保持过去 30 年中所取得的高平均收益率，或者大胆地说股市将会回调，实际上媒体也这么说过，因此部分受访者预测股市将下跌。人们真的相信他们在调查问卷上所写的答案吗？也许大多数人不知道相信什么，也许他们认为自己的答案与其他答案一样可信。

培恩·万博/盖洛普民意测验显示，在个人投资者中存在更为乐观的平均预期。1999 年 7 月的调查表明，这些投资者预期在未来 12 个月中股市平均收益率是 15%。这听起来是一个相当乐观的数字，比我所调查得到的预期值要高得多。结果的差异可能与问卷措辞中的微妙差异相关。他们的问题是：“更宏观地考虑一下股市，您认为在未来 12 个月中，股市能够为投资者提供的总体收益率是多少？”我



的问题是：“您预期的百分比变化是多少（数字前的+表示预期的增长，-表示预期的下降，不知道的地方请不要填写）。”然后问卷留出空间让受访者分别给出1个月、3个月、6个月、1年和10年内的道琼斯工业股票平均指数。注意这两个问题的不同含义。培恩·万博/盖洛普问受访者的是收益的百分比，也许这是在暗示受访者收益是一个正值。我问的是价格的百分比变化，我的问题提到了答案可能是负值。调查问题的答案可能会受到措辞的影响（尽管如果调查问卷中的措辞长期保持不变，随着时间而变化的答案也可能会暗示表明期望值的变化方向）。

蒙特格墨里资产管理公司在1998年对共同基金投资者进行了季度调查，由于这些调查发现了更高的股市期望值而被广泛报道。这份调查说，在未来10年中，平均年收益率是34%。然而，正如《华尔街日报》的文章所披露的那样，他们的方法存在明显缺陷。^[11]他们给受访者提出的问题中并没有指明受访者给出的是未来10年的年收益，还是10年的总收益。10年中34%的总收益平均下来是每年3%，并不是很高的期望值。此外，他们所报道的期望值的中间值只有15%，因此，每年34%的平均期望值一定是一些轻率的答案把平均值抬高了。

因此，多数投资者对股市的总体预期并没有一些民意测验表明的那么高。但是尽管市场已处于高位，而期望的确变得更高，至少与1989年同样高。

● 对投资者期望和情绪的反思

经济学家通常认为人们喜欢将人看做是经济人，即能够根据对未来价格变化的预期和对其他投资方式中的风险估计而对投资决策进行优化计算。然而事实上，投资者在实际决定将多少资金投放到股市和其他资产如债券、房地产或其他投资项目的过程中并没有进行详细的估算。投资者通常也不会对不同资产类别的收益预测进行整合，或针对已知的风险权衡这些收益。



投资者不这样做的原因部分是由于他们通常认为，专家对这些资产类别的价格变化及存在的风险知之甚少或全然不知。毕竟专家之间都存在分歧，人们容易认为，忽视目前专家对某一资产类别前景的看法不会造成大的损失。因此，投资者必须将其判断建立在多数专家都赞同的基本理论上。

专家在预测不同资产类别的相对收益时所使用的证据对多数人来讲几乎没有直接可用性。专家谈论的是联邦储备委员会可能采取的行动，菲利普斯曲线的变化或由通货膨胀和常规的会计方法所引起的总收入偏差，多数人对这类事情没有兴趣。

然而，投资者必须做出一些决策。当决定将多少资金投入股市时要考虑哪些因素呢？从情绪上讲，股票是“镇上的惟一游戏”的感觉可能在决策中发挥了关键作用。

人们知道股市有可能会重复近几年的运行过程，正如股市可能进行重大调整一样，重复运行也是极其可能的。但是，人们在决策时想的是什么呢？例如，夜深人静，填写 401 (K) 投资分配表格时，可靠信息极少，但必须做出重要决定，这时既疲倦又烦恼，人们会作何感想呢？

当然，个人的感受取决于其近期投资的经历。如果一个人退出股市并且没有享受到其他人近期赚得的收益时，就会有一种很强烈的悔恨感。心理学家发现，悔恨能够提供极大的动机。^[12]有人会羡慕别人在股市中比自己工作一年还赚得多，这种羡慕是一种痛苦感，尤其当自尊受到损伤时更是如此。如果那些赚得多的人真的比自己聪明或知识渊博，那么就会觉得自己是一个落伍者。即便他们不比自己聪明，只是比较幸运——受到上帝的垂青——感觉也好不到哪儿去。有人可能会想，如果进入上涨的股市再多一年（假定股市还要涨一年），或许有助于减轻这种痛苦。当然，人们也可能会想，市场会下滑。但是人们在做资产配置决策时如何衡量可能的失误所造成的潜在的情绪打击呢？

也许有人想，这种潜在损失在丢面子方面相当于入市失败。当然，人们可能认识到有入市恰逢开始下跌之虞。然而这种可能的失败所带来的心理伤害也不会比未入市的遗憾所带来的损失更大。因此，



尽管可以有多种其他方式来处理“失败者”的心态，如重新发现成为一位好朋友、配偶、父母或过简单生活的重要性，但是现在惟一能做的、真正能从情感上得到满足的决定是投身股市。

当然如果说一个人一直在炒股，现在正在决定是否继续炒下去的话，他就会有不同的心境。有人可能会感到满足，甚至对自己过去的成功感到自豪，当然有人会感觉更富有。有人在赢钱后感觉像个赌徒，自己在“玩全部的家当”，因此再下赌注时，在情感上没有什么可失去的。^[13]

因此，投资者决定投资时的情绪状态是造成牛市最重要的因素之一。尽管他们的情绪状况也是前一章所描述的各种因素（如功利观念和个人主义上升）造成的结果，市场不断增强的上升趋势所造成的心理冲击也加剧了这种状态。

● 公众对市场的关注

公众对市场的兴趣和注意力会随时间发生重大变化，就如同公众的兴趣会从一个有新闻价值的话题转到另一个话题，如从有关杰奎琳·肯尼迪的新闻报道转到辛普森的报道，再到戴安娜王妃。对股市的兴趣也以同样的方式随潮流而改变，而这种变化主要取决于引发事件的吸引程度。

一些专家表示，1929年也是投资者对股市极其关注的时期，约翰·科尼斯·格尔布雷斯在他的著作《大崩盘：1929》中写道：

1929年夏天，股市不仅支配着新闻，也支配着文化。承认曾关注圣·托马斯·阿奎那（意大利中世纪神学家和经济学家，1226—1274——译者注）、普罗斯特、心理分析和身心疾病药物的少数精英也大谈联合公司、联合创建者和美国钢铁公司。只有那些最古怪的激进人士仍对股市漠不关心，他们的兴趣点在自己暗示上。大街上总会有一个人在高谈阔论股票的买卖。现在他成为一名预言家。^[14]

许多类似的评论文章也报道说，20 世纪 20 年代末期公众的注意力都集中在股市上。人们应该意识到，如果格尔布雷斯在 20 年代就写作的话，那么他的论述中就无疑会包含一些无法避免的新闻夸张。但是就整个 20 年代的变化方向来讲，格尔布雷斯是对的。

如果看一下整个 20 年代中每一年的《期刊文学读者指南》就会发现，在任何一年期刊中，只有极少数文章（少于 0.1%）是关于股市的。人们在考虑股市以外的许多事情。然而，在这十年中，有关股市的文章的比重在显著增长。1922 年至 1924 年，有 29 篇关于股市的文章，占所列文章的 0.025%；1925 年至 1928 年有 67 篇文章，占所列文章的 0.035%；1929 年至 1932 年有 182 篇文章，占所列文章的 0.093%。在整个 20 年代，有关股票文章占文章总数的百分比几乎翻了四倍。

《读者指南》对近期牛市进行的研究表明，尽管有关股票文章的百分比在这一时期比 20 年代高，对股市兴趣却经历了同样的变化趋势。1982 年股市处于最低潮时，有关股市的文章有 242 篇，占有文章总数的 0.194%。1987 年即发生崩盘的那一年，有 592 篇文章，占有文章总数的 0.364%，几乎达 1982 年的两倍之多。崩盘发生之后，对股市的兴趣再度下降，1990 年仅有 255 篇文章是关于股市的，占有文章总数的 0.171%。1996 年、1997 年和 1998 年，文章的数目再度上升，1998 年达到 580 篇，占有文章总数的 0.293%。

表明投资者对市场关注程度的另一来源便是由全国投资者企业协会所报道的投资俱乐部的数目。投资俱乐部是小型的社会团体，大家通常晚间在会员的家中聚会，这些团体出于好玩及学习投资而共同投资少量的钱。成立于 50 年代牛市初期的四家投资者俱乐部于 1951 年创立了全国投资者企业协会，到 1954 年，俱乐部的数量发展到 953 家，1970 年（股市的高潮期）达到顶峰，多达 14 102 家，1980 年（股市的低潮）随股市下滑到 3 642 家。现在，俱乐部的数量早已超过了它的最高值，达到了 37 129 家。^[15]投资俱乐部的数目大致适应市场的运行情况，这一值得注意的现象表明牛市的确能够吸引投资者的注意力。

从股市的成交量中也能看出，人们过去在股市中的成功也能够增



强对股市市场的关注。成交量以美元交易额和纽约证券交易所总市值之比来衡量。在 1982 年之后的牛市的最初几年，成交量急剧上升，1987 年崩盘后的两年内下滑，以后重返上升通道。经济学家梅尔·斯得特曼和史蒂芬·塞雷通过统计分析表明，股市中的高收益会继续促进未来几个月中的成交量，也表明尽管股市价格波动的极度变化无常能增加成交量，这种波动无常性对成交量的影响也是暂时的。斯得特曼和塞雷认为，收益能长期影响成交量是由于高收益对投资者信心产生冲击。^[16]尽管市场的上涨能起到“水涨船高”的作用，投资者还是倾向于将自己的投资成功解释成对自己能力的肯定，这也增加了人们对股市的兴趣。

当在任何领域获得成功，人们便会有一种自然倾向：采取新的行动并开发自己的技巧以求获得更大的成功。通过对那些从电话交易转向网上交易的投资者与继续使用电话交易的投资者之间的对比研究，经济学家布拉得·巴博和特伦斯·奥迪恩发现，那些转向网上交易的投资者的收益过去平均每年能超过市场平均收益的 2% 以上。转向网上交易以后，这些投资者交易得更加投机并更积极地进行交易，结果每年落后于市场平均收益达 3%。^[17]这一发现可以说明，对过去的成功过于自信促使人们增加了学习网上交易的固定成本。在具备这些能力和兴趣之后，为了看到自己的技巧投资取得回报，他们可能在持续一段时间内（用年来衡量）更加关注股市。

如果随便看一下对股市的讨论，人们通常在宴会、野餐会或其他社交场合中发表一些观点。现在关注股市是一个可以被接受的甚至有些令人激动的谈论话题，它是一个愉快的话题。20 年前，在这些场合谈论股市会被看做是一种冒犯，是一种失礼，会被认为试图将生意与娱乐混为一谈。这种差异是很微妙的，但是不管怎样，说明了投资者对股市的热情发生了根本性的变化。

● 投机性泡沫的反馈理论

在反馈环理论中，最初的价格上涨（例如，由前一章所提到的各



种催化因素所引起)导致了更高的价格上扬,因为通过投资者需求的增加,最初价格上涨增长的结果又反馈到了更高的价格中。第二轮的价格上涨增长又反馈到第三轮,然后反馈到第四轮,依此类推。因此催化因素的最初作用被放大,产生了远比其本身所能形成的大得多的价格上涨。这种反馈环不仅是形成整个股市中著名的牛市和熊市的因素,而且是个人投资盛衰的一个因素,当然可能在细节上会有差异。

前面已提到过,反馈环理论是广为人知的,但是多数人没有用反馈环这一术语来描述它。它是一个科学术语,通常被称做恶性循环、自我实现预言、一窝蜂效应。尽管投机性泡沫一词在一般言论中有不止一个含义,但通常指这种反馈。

反馈理论的一个最流行的说法是建立在适应性预期基础上的,这一说法认为,发生反馈是由于过去的价格增长产生了对价格进一步增长的预期。^[18]反馈理论的另一说法认为,发生反馈是由于过去的价格增长使投资者的信心增加。通常认为这种反馈主要是对价格持续增长模式的反应,而不是对价格突然增长的反应。

本章前面所讨论过的例证与适应性预期和投资者信心反馈理论都是一致的,投资者信心反馈理论在当前的股市中正发挥着重要作用。也可能是由于情绪因素才发生反馈的,情绪因素与期望及信心都不相关。前面所讨论过的“玩全部家当”的结果可能产生一种反馈:这种心境可能降低投资者在价格看涨之后抛出的倾向,因此放大了价格催化因素的作用。

经济学家康普贝尔和约翰·科其雷恩也提出了习惯形成理论,该理论也能解释股市放大的反应过程。在他们提出的模型中,人们慢慢地习惯从股市高涨中期望得到的高层次消费。股市上涨后,人们就会经历高水平的消费,但是还没习惯。在股市中赚了钱的投资者可能愿意冒更多的风险,因为他们相信,如果投资损失要求放弃高水平消费,他们能够做得到。因此同时,在高价时持股的意愿也同样扩大了价格催化因素的作用。^[19]

不管哪一种反馈理论在起作用,投机性泡沫不可能永远持续下去。投资者对股票的需求也不可能永远扩大,当这种需求停止时,价



格增长也会停止。根据预期反馈理论的流行说法，在需求停止时，我们就会看到股市的下降，即泡沫的破灭，因为投资者认为股市不会继续上涨，因此没有理由继续持股。然而，反馈理论的其他说法并没有提及泡沫的破灭，因为他们没有对持续增长的价格做出预测。

实际上，即使是反馈理论的最流行说法，也没有认为泡沫会突然破灭。因为投资者需求多样化，对过去价格反应的不可预测性以及投资看之间同步性的缺乏都会支持泡沫的存在。此外，过去价格变化所产生的入市还是出市的诱惑不可能仅由最近的价格变化决定。投资者在判断近期股市的表现运行是否有诱惑力时，可能会回顾一下几天、几周或几个月的价格变化。因此，这种简单的反馈理论与中断和摇摆的价格变化模式是一致的。^[20]

对于使用任何一种反馈理论来说，都可能意味着发生负泡沫，即反馈向下发生，由于最初的价格下滑使投资者失望，引起价格的进一步下滑。^[21]（负泡沫的概念使我想到了装满热空气的密封塑料汽水瓶，当瓶子冷下来后会逐渐地向内收缩，将瓶盖打开后，瓶子又恢复成原状——尽管这个比喻不如将正泡沫比喻成肥皂泡恰当。）价格继续下滑直到不可能再继续下跌，这时人们没有理由远离股票。负泡沫破灭，恢复原状。如同正泡沫一样，这种破灭也不会是突然的。

反馈环也能产生复杂的甚至是明显的随机行为。一些计算机软件中的随机数生成器就是简单的非线性的反馈环，甚至是为了产生看起来很复杂、能表明随机性行为而演示的一些十分简单的反馈环。如果假定，除了简单的价格上涨一再上涨反馈外，在经济中还有其他类型的反馈环在起作用，我们就可以得出如下结论：股市中明显的随机性和没有明显原因而产生的突然性变动可能根本没有如此复杂。研究非线性反馈环的数学分析称为混沌理论，这种理论也许可以用于理解股市行为的复杂性。^[22]

● 投资者对反馈和泡沫的理解

投机性泡沫的反馈理论广为人知，被认为是大众文化的一部分。



因此，人们自然想知道，公众对这种泡沫的理解是否会受到近期市场高涨的影响。可以想象的是，当前存在泡沫或许仅仅是由于公众认为有短期的泡沫并且愿意与泡沫共舞一段时间。

我观察了对机构投资者进行的半年一次调查中的一系列指标，建立了泡沫期望指数。这些指标是受访者的百分比，这类受访者中有人认为市场很高但短期内还会上涨，有人认为市场会上涨然后下滑，有人认为在市场上仅作短期停留还是很明智的，有人认为应该小心一点，不应受其他人乐观情绪的影响，有人认为尽管未来6个月内股市暴跌的可能性要高于10%，但短期内市场仍会上涨。大量的受访者（平均10%到50%）在回答问题时说到了上述这些答案。泡沫期望指数大幅震荡，表明感觉有泡沫存在的机构投资者的百分比随时间的变化而波动。指数水平似乎与前6个月股市的变化相关，即在以前6个月中股价越高，对短期泡沫的期望也越高。然而，这一指数在1989年以后10年内没有表现出强烈变化趋势。

1999年4月对职业理财经理进行的拜伦斯大赢家调查问道：

“股市是处在投机性泡沫中吗？”72%的受访者说“是”，只有28%的人说“不是”。^[23]考虑到我在泡沫期望指数中并没有发现可观的上升趋势，这一回答结果有些令人吃惊，但是调查问题本身相当含糊不清，因为没有对泡沫进行界定，也没有与前几年进行比较。其他调查问题也没有像我界定的那样问受访者对泡沫的期望，他们得出的结果是总体上相对乐观的期望。

实际上，我几乎没能发现证据来表明在新千年曙光到来时的牛市期间，人们认为自己处于暂时的投机泡沫之中。当前高价位的显著特征便是高度的信心，即认为市场会永远运行良好。

● 作为反馈模式和投机性泡沫的庞氏骗局

要证明简单、机械的价格反馈模式确实影响着金融市场是十分困难的，这种模式使投资者产生高度信心和热情。我们可能会有一个自然的印象，认为投资者表现出的热情是对过去价格增长的反应，但是



我们看不到有力的证据，能够证明反馈确实影响了他们的决策。

为了证明这种反馈机制确实在金融市场中发挥了作用，看一下庞氏骗局或金字塔骗局的实例是很有帮助的。在这种骗局中，骗局制造者“创造”了从当前公认的投资收益到未来投资收益的正向反馈。这种骗局已被多次使用，政府不得不予以取缔，然而这种骗局仍在流行。这种现象很有趣，因为从某种意义上讲，这是受控实验（受骗局制造者的控制！），表现出的是在正常的市场状态或实验性质的心理学家实验室中并不明显的反馈特征。

在一个庞氏骗局中，骗局制造者向投资者许诺，投资便能赚得大量收益，但是投资者的捐款几乎没有或根本没有被真正投向任何真正的资产。相反，骗子将第二轮投资者的捐款支付给最初的投资者，将第三轮投资者的捐款支付给第二轮投资者，依此类推。骗局的名字来源于一个著名的（尽管肯定不是最早的）实例，这个实例是由查尔斯·庞氏 1920 年在美国进行操作的。在最初投资者赚了好多钱后，庞氏骗局引诱他们将自己的成功故事讲述给另一轮的投资者，这轮投资者进行了更多的投资，从而允许骗子能付给第二轮投资者报酬；第二轮投资者的成功故事吸引了更大一轮的投资者，依此类推。这一骗局注定要终结，因为投资者不可能永远增长下去，骗局的策划者无疑是知道这一点的。策划者可能希望不付钱给最后最大一轮投资者便退出，然后逃离法律的制裁。（或者如果幸运的话，他能够发现更好的投资机会，从而挽救整个骗局。）

我们知道，庞氏骗局成功地使策划者变富，至少在被逮捕前是这样。1920 年，查尔斯·庞氏在 7 个月内吸引了 3 万名投资者，开出了总价值达 1 500 万美元的票据。^[24]在最近的一个著名事件中，家庭主妇雷吉米·勃汉姆在阿拉斯加的一个乡村小镇上建立了一个巨大的庞氏骗局。她许诺说，投资者在两个月之内会拿到 50% 的收益，这个骗局 1989 年至 1995 年吸引了来自 42 个州的 1 200 名投资者，投资总数在 1 000 万美元至 1 500 万美元之间。^[25]

1996 年至 1997 年，在阿尔巴尼亚发生了一个更富戏剧性的事件，许多庞氏骗局都许诺能够提供绝好的收益率，这些骗局吸引了这



个国家的相当一部分人。七个庞氏骗局积聚了 20 亿美元的资金，相当于阿尔巴尼亚年国内生产总值的 30%。^[26]人们对这些骗局的热情极高，在 1996 年的地方议员选举中，执政党的成员在竞选海报中加了庞氏骗局基金的符号，很明显想因这些新财源而获得赞扬。当 1997 年这些骗局败露时，愤怒的抗议者抢劫了银行，焚烧了建筑物，政府不得不动用军队来恢复和平，许多肇事者被杀。这些骗局的崩溃导致了总理亚历山大·迈克斯的辞职和内阁的解散。^[27]

作为其策略的一部分，成功的庞氏骗局向投资者编造故事表明赚大钱的可行性。查尔斯·庞氏向投资者许诺，他能够为投资者赚钱，因为他是利用国际回复邮券进行套利。由邮政部门出售这些回复券，购买者可以将回复券附在信中寄往另一个国家，从而预付回信的邮资。很显然确实存在潜在的收益机会，可以在欧洲购买邮政回复券，在美国出售而套利，因为汇率不完全与回复券上的隐含汇率一致。在庞氏骗局实施期间，报纸上报道了通过销售回复券来赚钱的收益机会，很显然这一收益机会对一些易受影响的人来讲是十分可信的。但是，实际上赢利机会是不会实现的，因为出售这些回复券并不容易。当纽约邮政局长宣布邮资回复券的供给量不足以实现庞氏骗局所宣称的财富时，这个骗局便瓦解了。

阿拉斯加的雷吉米·勃汉姆宣称她正在从大企业购买未使用过的经常乘机者的飞行里程，将它们重组成优惠券，然后出售就能赚得大笔钞票。据说阿尔巴尼亚的投资公司 VEFA 在经济复苏时期进行了大量的传统投资。当时在阿尔巴尼亚也有传闻说，VEFA 是洗黑钱的幌子，对许多投资者来说，洗黑钱也是赚大钱的一个可行来源。^[28]

在这些庞氏骗局中有一个重要的现象：最初的投资者对这些骗局是持非常怀疑态度的，因此，只进行了少量的投资。就拿邮政回复券中的套利收益机会来说吧，如果只是直接向人讲，而没能证明别人已经赚了许多钱的话，这一骗局还不足以吸引大量投资者，直到投资者看到别人已获得大量收益时，才会对这一骗局真正充满信心。

这些所谓的投资回报实际上仅仅来源于新加入的投资者，而在这些骗局垮台之前，这种投资回报通常是不断上升的，当然，骗局制造



者会公开否认投资回报来自新投资者。最初的庞氏骗局和阿尔巴尼亚实例都是如此。许多人在后来仍相信这些骗局，这一点似乎令人十分不解。对于旁观者来讲，相信这些骗局是十分愚蠢的。^[29]但是这也表明了，别人赚得巨额钞票的现象对自己思维方式产生了重大影响。对于许多人来讲，别人赚了钱是很有力的证据。支持自己加入庞氏骗局的投资事件中，这些证据的重要性甚至超过了对这些投资事件所进行的最有力的判断。

● 自发庞氏骗局引起的投机性泡沫

从前一节的实例可以推测出，庞氏骗局中自然出现的投机性反馈环的确在发挥作用，而且没有经过骗局制造者的特殊设计。即使在整个股市中，操纵者没有捏造虚假的故事和故意欺骗投资者，关于股市的神话也随处可见。当价格多次上涨时，就如同在庞氏骗局中一样，投资者会在股市的价格变动中获得回报，仍旧有许多人（股票经纪人和整个共同基金投资业）从讲述股市会进一步上涨这类故事中获利。没有理由表明这些故事具有欺骗性，他们只是强调了正面的消息，忽略负面消息。自发的庞氏骗局过程——如果将投机性泡沫如此称呼的话——应该没有规律而且应该没那么有戏剧性，因为没有进行直接的操纵，但是当被自发的故事所支持后，其过程有时就会像庞氏骗局一样。从庞氏骗局到自发的投机性泡沫的扩展是如此的自然，以至于人们会得出如下的结论：如果关于投机性泡沫有什么可辩论的话，那么证明庞氏投机性泡沫为什么不能发生的举证责任应该留给怀疑论者了。

许多金融教材都认为金融市场是合理而有效运作的，但是没有论述证明支持投机性泡沫的反馈环为什么不能发生。事实上，这些教材甚至没有提到泡沫或庞氏骗局。^[30]这些书给人的感觉是金融市场在有序运行，市场像数学一样精确地运行。如果根本不提这些现象，学生就不可能判断出自己是否在影响着市场。



● 当今的非理性繁荣和反馈环

可以预见的长期风险在下降。尽管股市处于高价位，但预期的收益并没有下降。对市场的情感和关注的增强都激发了进入这场游戏的欲望，这就是美国今天所存在的非理性繁荣。

如前一章所述，有许多原因最终造成了这种繁荣。本章指出，反馈环——投机性泡沫——将这些因素的作用放大。随着价格的继续上涨，繁荣程度也被价格上涨本身所提升。

本章只是开始描述反馈过程。我们看到，反馈并不仅仅发生在下面的情况中：当看到过去的价格增长，个人投资者会进行数学计算以调整自己的信心和期望。思考方式的变化感染着整个文化，这些变化不但根据过去的价格增长发生作用，而且借助于过去的价格增长所产生的辅助性文化发生作用。为了更好地理解催化因素是如何产生影响以及这些影响如何被放大，我们在下一章将针对文化变化进行更广泛的讨论，文化变化伴随着近期股市繁荣和其他投机性繁荣。



第二篇

文化性
因素



新闻媒体

投机性泡沫的历史几乎是与报纸的产生同时开始的。^[1]可以认为，尽管早期的报纸大部分都不存在了，但它们大都报道了第一个有重要意义的泡沫——17 世纪 30 年代荷兰的郁金香热。^[2]

尽管新闻媒体——报纸、杂志、广播以及近期出现的其在互联网上的新形式——表现出的是以市场事件的旁观者身份出现的，但它们本身也是这些事件不可或缺的一部分。只有在大量群体中产生相似的想法后，才能产生重大的市场事件，而新闻媒体则是传播这些想法的重要工具。

在本章中，我考虑的是媒体对市场事件冲击的复杂性。如我们将看到的，新闻报道几乎不会对市场产生简单的可预见的影响。事实上，在某些方面，它们所产生的影响远比公众想象的要少。然而，在仔细的分析以后我们能发现，新闻媒体无论在决定股市变化的阶段还是在煽动这种变化方面都



发挥着重要作用。

● 媒体在决定市场变化阶段中的作用

新闻媒体一直在不断地为了生存而相互竞争，以求吸引公众的注意力。要生存就要发现并报道有趣的新闻，将注意力放在具有口头传播潜力的新闻上（为了扩大读者、听众或观众群），并且在可能的情况下报道叙述一个正在发生的故事使受众成为稳定的客户群体。

竞争决不是随意的。负责发布新闻的这些媒体形成了一套有创意的运行过程，为了给新闻加上感情色彩，使新闻报道能迎合人们的兴趣，也为了在新闻中塑造熟悉的人物，这些媒体会从他人的成败得失中学习借鉴。多年竞争的经验使媒体在吸引公众注意力方面十分老到。

金融市场很自然地吸引了新闻媒体，因为至少股市可以以每日价格变化的形式持续提供新闻。当然其他市场如房地产也是新闻的来源，但是通常房地产并不能产生每日的价格变动。就单从能够提供有趣新闻的频率来讲，没有什么能与股市相比。

股市也有明星效应。公众认为股市就是大赌场，是大户们的市场，在任何一天都是反映国家状况的晴雨表，媒体可以造就这些印象并从中获利。人们对金融新闻极其关注，因为它关系的是发财还是破产。金融媒体可以终年将头条新闻定为股市运行，这是一个一直在进行的故事，也正是它吸引着最忠诚的回头客。在规模上惟一具有可比性的常规新闻的发生领域是体育界。毫无例外，金融新闻和体育新闻占了如今多数报纸内容的大约一半。

● 媒体讨论的形成

为了吸引读者，新闻媒体在尽力进行公众头脑中所考虑的问题的讨论，包括那些专家认为不值得讨论的话题。最后，媒体会下结论说，就这一问题，支持哪方面观点的专家都有，这同时也表明正是在公众最迷惘的问题上，专家也没能达成共识。



多年来，媒体一直问我是否愿意发表意见支持一个极端的观点。当我拒绝后，下一个要求必然是让我推荐另外一位愿意发表意见支持这一观点的专家。

在 1987 年股市暴跌的前五天，麦克尼尔/劳尔“新闻时间”栏目转载了莱维·巴特拉先生写的《90 年代大萧条：为什么会发生，如何保护自己》一书。该书将“历史倾向于完全重复”这一理论作为基本前提。因此，他认为，1929 年的暴跌和后来的萧条都会再度发生。尽管巴特拉有着极高的学术声望，但是市场上多数著名专家并没有认真对待这本书。到危机暴发时，这本书已经在《纽约时报》畅销书排行榜上占据了 15 周之久，在“新闻时间”中，巴特拉自信地预测到 1989 年的股市暴跌会“蔓延到全世界”；之后，他断言“会有一次萧条”。^[3]由于巴特拉的观点是在一个十分受关注的节目中发布的，因此他的观点——尽管他预测到两年后的暴跌——可能在小程度范围内打造紧张气氛，这种紧张气氛导致了 1987 年的股市暴跌。尽管巴特拉在暴跌前出现在“新闻时间”中被认为是一种巧合，但是应该记住在全国性的新闻节目中进行股市暴跌的预测几乎是没有过的，至少他的出现与股市暴跌如此之近是有暗示意义的。

是否应该谴责媒体对无关紧要的话题进行讨论呢？有人认为，媒体应该将注意力放在普通观众都感兴趣的话题上，以便使观众能完善自己的观点。然而这样做的话，媒体似乎就是在发布和强加一些没有事实证据的观点。如果新闻负责人在提出什么观点时只遵循高度知识化的兴趣，那么公众可能发现自己的意识有了建设性的拓宽。然而，媒体显然不是这样看待自己的使命的，而且竞争压力也不鼓励它们去重新考虑这些事情。

● 对市场前景的报道

如今能够回答有关市场问题的媒体报道并不少，但缺少的是与这些问题相关的事实及对这些事实进行深思熟虑的解释。事实上，许多新闻报道都是按期限写出来的——为了能与市场上的数字同步，而必



须要拿出来的一些东西。最典型的报道便是在看到显著的牛市后就将焦点集中在短期统计数字的分析上，通常也只是分析近几个月内哪组股票比其他组股票增长更快。尽管可以将这些股票描述成领涨股，但是也没有理由认为是它们的业绩引起了牛市。这些新闻报道可能会谈论经济增长背后的一些“平常”因素，如互联网的繁荣，而且是以热烈的字眼来谈论，同时还有对我们强大经济动力的充满爱国心的祝贺。然后，这些文章通过引用一些精挑细选的“名人”的话来收尾，这些名人会对未来进行展望。有时文章完全缺乏对牛市原因的真正思考，也缺乏对前景分析的背景资料，以至于很难相信作者除了讽刺之外还能有什么。

这些文章中的名人观点是什么样的呢？他们通常会给出对近期道琼斯工业股票平均指数的定量预测，讲一些故事或笑话，发表个人意见。例如，当高盛公司的阿比·约瑟夫·科恩新造了一个能够引用的短语后——如她对“FUDD”（担心、不确定、怀疑和失望这四个词的第一个英文字母）的警告和她的短语“弹性橡胶泥经济”，这个短语就会被广泛传播。不仅如此，媒体引用她的观点，但对她的分析却没有给予严格的关注。事实上，尽管在形成观点之前，她无疑可以利用一个杰出的研究部门，进行广泛的数据分析，但是媒体最终只是将她的观点一报了之。当然她不应该为此受到谴责，肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎是有声媒体的本质。

● 创纪录过量

媒体上的“最”字似乎十分兴旺，读者们经常对此感到迷惑，不知道他们所看到的股市价格的增长是否真是那么非同寻常。媒体通常强调能表明创造新纪录（或至少在接近创纪录）的数据，如果记者们从不同的角度看这些数据，他们就会发现在任何一天里总能找到几乎是在创纪录的事情。在报道股市时，许多作者提到“空前的价格变化”——这些变化是以道琼斯点数来衡量的而不是以百分比来衡量的，以至于更容易形成纪录。尽管近年来媒体不再迷信于以道琼斯点

数来报道的做法，但这种做法在许多作者中依然存在。

这种新纪录过量——不断创造新纪录和重大纪录的现象——只是加大了人们对经济的困惑。结果，当确有真实和重要的新闻时，人们也难以认识到。不同指标的泛滥，也不利于对各种定量数据进行单独分析——所以，人们只好选择去看名人解释过的那些数据。

● 重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗？

似乎许多人都相信，对特定新闻事件及严肃内容的报道影响了金融市场。但是研究结果对这种观点的支持程度远比人们想象的要低得多。

1971年当维克多·尼德霍夫还是伯克利的一名助理教授时（在他成为对冲基金管理人之前），他发表了一篇文章，试图说明世界大事日是否与股市价格的重大变化日相一致。他将1950年至1966年《纽约时报》上所有大字号标题（大字体被认为是相对重要的标志）编成表，一共有432条标题。世界大事日与股市价格的重大变动相一致吗？尼德霍夫从比较结果中发现了如下的事实：这一时期的S&P综合指数表明，每日价格发生重大增长（涨幅超过0.78%）的天数只占所有交易日的10%，每日价格发生重大下滑（下滑幅度超过0.71%）的天数占所有交易日的10%。在432个世界大事日中，发生了78次（占18%）重大价格上涨，56次（占13%）重大价格下滑。因此，这些天只是比其他时候更能轻微地表明重大价格变动。^[4]

通过阅读这些标题下的报道，尼德霍夫声明，所报道的许多世界大事似乎不可能对股市所反映的基本价值产生太多影响。也许媒体所认为的重大国内新闻对股市并非真的重要。他推测说，反映危机的新闻事件更有可能对股市产生影响。

尼德霍夫将危机定义为七天内出现五个或以上大标题的时间，尼德霍夫在样本区间发现了11次危机。它们是：1950年朝鲜战争开始；1951年共产主义者占领汉城；1952年的民主国民会议；1956年苏联军队威胁匈牙利和波兰；1956年的苏伊士危机；1958



年查尔斯·戴高乐担任法国总理，美国海军陆战队进入黎巴嫩；1959年苏联领导人赫鲁晓夫出现在联合国；1960年的古巴紧张局势；1962年对古巴实施军事封锁；1963年约翰·肯尼迪总统遇刺。在这些危机中，每日价格变化中有42%是“重大”变化，而在“正常”时期是20%。因此，危机时期可能伴随着重大的股市价格变化，但并不显著。

要注意到，在尼德霍夫样本的整个16年中，只有11周是“危机”。股市的整体价格变化几乎没能显示出与标题有意义的联系。

● 尾随新闻

在重大价格变动日发生的新闻报道被称为引发变化的原因，有人怀疑这些新闻报道不可能合理解释这些变化——或者至少不是完全由其造成的。1989年10月13日（星期五）发生了一次股市暴跌，媒体认为，这次暴跌是对新闻报道的反应。UAL公司是联合航空的母公司，它的一个杠杆收购的交易失败。在这一消息公布几分钟之后，发生了股市暴跌，这次暴跌导致了当日道琼斯指数下降6.91%，因此最初认为这个消息极有可能是这次暴跌的原因。

这种解释的第一个问题是，UAL公司只是一个公司，只占股市整个价值的1%的比重。为什么UAL公司收购失败会对整个市场有这样的冲击呢？当时的解释是，股市将交易失败看做是分水岭，预示着其他许多类似的即将进行的收购也会失败，但是没有具体的论述能证明这一观点，而且，在市场随新闻变动这一事实发生后，将美国航空公司交易看做分水岭除了使事情说得通外没有其他意义。

为了尽力找出1989年10月13日暴跌的原因，调查研究员威廉·范特斯和我在暴跌发生后的星期一和星期二对101位市场专业人士进行了电话调查。我们问：“在星期五下午听说股市下跌之前，你听说过有关美国航空公司的新闻吗？或者你后来听说过将美国航空公司新闻作为这次股市暴跌的原因了吗？”只有36%的人说在暴跌发生前听说过新闻；53%的人在听说后才将美国航空公司新闻作为这次下跌

的解释，其他人还不确定是什么时候听说的。因此，似乎是新闻紧随暴跌，而不是直接导致暴跌，新闻报道的作用显然不如媒体报道所述的那么显著。

我们也请市场专业人士来解释新闻报道，我们问道：

下面两个表述中哪一个更能代表你上星期五所持的观点：

1. 星期五下午的 UAL 公司新闻将减少未来收购的交易，因此 UAL 公司新闻是股市价格突然下跌的合理原因。
2. 星期五下午的 UAL 公司新闻应该看做是焦点或注意力的集中地，它使投资者表示出了对市场的怀疑。

在这些受访者中，30% 的人选择了 1，50% 的人选择了 2，其他人不确定。大多数都将新闻看做是对投资者行为的解释。^[5]因此，说新闻事件对这次市场暴跌十分重要是正确的，因为新闻“报道”促进了从股价下跌到进一步股价下跌的反馈，使反馈效果比其他情况下持续的时间更长，然而它不可能是原因。

● 重大价格变化日无新闻

我们也可以看一下发生不同寻常的重大价格变化的时候，是否有非常重大的新闻。紧随尼德霍夫的工作，1989 年大卫·卡特勒、詹姆斯·波特巴和劳伦斯·萨默斯编辑了以 S&P 综合指数衡量的、第二次世界大战后美国发生的 50 次重大股市变动清单，而且给每次变动都注上了新闻媒体进行的解释。多数所谓的解释与不寻常的新闻没有关系，有些都不可能被认定为严肃新闻。例如，给出的重大价格变动原因竟然包括下列一些无关痛痒的表述：“艾森豪威尔敦促对经济的信心”，“对杜鲁门战胜杜威一事采取进一步反应”和“前些时候跌落后重新买进”^[6]。

有些人会认为，即便市场运行是完美无缺的，我们也不应该期望在重大价格变化日会看到显著的新闻。这种观点认为，只要消息一公



布，在这个所谓的有效率的市场上就会发生价格变化，而不必等到这些信息在媒体上报道出来。（这是我在第九章将讨论的一个主题。）根据这种推理模式，我们对在重大价格变化日的报纸上没有发现新的信息一点都不吃惊：对于普通读者来说，无关紧要的早期信息早已被敏锐的投资者看做是会决定股价的重要因素。

也有人对此提出了一种新的解释，认为，即便单个因素本身不具备特殊的新闻价值，但是各种因素汇集在一起可能会引起重大的市场变化。例如，假定部分投资者在非正规地使用一种特殊的统计模型来预测基本价值，这一统计模型使用了大量的经济指标。如果在某一天所有或大多数特定指标变化的方向都一样，即便单个指标不具备任何重要性，整体效果也会很显著。

对新闻与市场变化间的微妙关系所进行的两种解释都假定公众是在不断地关注新闻——对市场基本面的蛛丝马迹都很敏感，不断认真地将各种不同的证据累加起来。但是这绝不是公众的作风，他们的注意力是更为随意的。相反，通常情况下新闻起到连锁事件的引发者的作用，最终会从根本上改变公众对市场的看法。

● 新闻是注意力连锁反应的诱因

新闻事件在影响市场方面所发挥的作用似乎被延迟了，它具备挑起一连串公众注意力的作用。这些注意力可能放在早已广为人知的图片、报道或事实上。有些事实在最初阶段可能会被忽视或被认为是不重要的，但在新闻公布之后，可能会有有一些新的重要意义。由于注意的焦点由一个引到另一个，再到另一个，这一连串的注意力被称为连锁反应。

1995年1月17日（星期二）凌晨5点46分，日本神户发生了里氏7.2级地震。这是自1923年以来，在日本城市中发生的最严重的一次地震。世界股市对这一事件的反应为我们提供了一个有趣的研究集例，因为毫无疑问，在这个案例中，诱发因素纯粹是外因，不是由人类活动或经营条件造成的——不是对微观经济变化的反应，也不

是传统经济指数的异常的价值累积造成的结果。在媒体对由战后美国 50 次最大变动（以 S&P 指数衡量）的解释组成的卡特勒—波特巴—萨莫斯表中（前面讨论过），没有任何一个解释是指经济以外的重大原因。^[7]

地震造成 6 425 人丧失，根据堪塞尔工业修复中心的估计，地震所造成的全部损失大约是 1 000 亿美元。金融市场对其反应很强烈，但慢了点。东京股市在当天只是轻微下跌，与建筑相关的企业的价格普遍上涨，反映了对建筑产品与服务需求的预期增长。当时分析家报道说，地震对企业市值的影响还很模糊，因为震后重建浪潮可能会刺激日本经济的发展。

直到一个星期后，对地震的最大反应才出现。1 月 23 日，除了逐渐披露地震损失的大量新闻报道外，没有明显新闻，但日经指数下降了 5.6%。在震后的十天内，日经损失了 8% 的价值。如果将价值损失看成是地震损失产生的直接结果，这种损失未免太过头了。

地震后的十天内，投资者脑子里在想些什么呢？当然不要用僵化的思路去想。我们只知道在这段时间内，神户地震支配着新闻，也为日本树立了新的不同形象，也可能给日本经济打上不同的烙印。此外，此次地震激发了有关以东京为中心的地震可能性的讨论。尽管地理证据已表明东京有可能面临一次大的地震，这一事实已广为人知，但人们还是将大量的注意力放在这一潜在问题上。托凯研究咨询公司计算出程度与 1923 年大地震相同的一次地震会给今日东京造成 1 250 亿美元的损失。^[8]

比神户地震对日本国内市场造成的直接影响更令人迷惑的，是它对国外股市的影响。在日经指数下滑 2.2% 的当天，伦敦 FT-SE100 指数下跌 1.4%，巴黎 CAC-40 指数下跌 2.2%，德国 DAX 指数下跌 1.4%，巴西和阿根廷股市都下跌了 3%，而这些国家都没有遭受这样的地震损失。

关于神户地震对世界股市影响的最好解释是，有关地震及其伴随的股市下跌的新闻报道吸引了投资者的注意力，造成了能够带来更多悲观因素的注意力的连锁反应。



另一例市场对新闻的反应表明了如下的事实：通过注意力的连锁反应，媒体关注可能使投资者最终严肃地看待那些平时认为无聊或不相干的新闻。约瑟夫·格兰维勒是一位非常爱炫耀的市场预测家，有关他的一系列新闻报道似乎引起了两次大的市场变动。这些媒体报道中惟一真实的内容是，格兰维勒告诉他的客户要买进或卖出，格兰维勒本身很有影响力。

格兰维勒的行为很容易吸引公众的注意力。他的投资研讨会是古怪的异想天开的表演，有时会让一只受过训练的大猩猩在钢琴上演奏格兰维勒主题歌“背黑锅的忧郁”。他曾经像摩西一样穿着，出现在投资研讨会上，戴着皇冠，拿着匾。格兰维勒自夸拥有非凡的预测能力。他说能预测地震，有一次还说曾预测过世界上七次重大地震中的六次。《时代》杂志曾引用过他的话：“我想在有生之年我不会在股市犯任何严重的错误。”他还预测自己能获得诺贝尔经济学奖。^[9]

格兰维勒的第一幕发生在1980年4月22日（星期二）。当他建议将短期持股改为长期持股的消息公布之后，道琼斯指数上升了30.72点，即4.05%。这是继1978年11月1日（即1年半以前）以来道琼斯指数最大的一次增长。第二幕发生在1981年1月6日，格兰维勒的投资者公司建议将长期投资改为短期投资之后，道琼斯指数经历了1979年10月9日（一年以前）以来最大的一次下跌。在这两种情形中都没有其他的新闻可能解释市场变化。在第二次时，《华尔街日报》和《拜伦斯》都断然将这次下跌归因于格兰维勒的推荐。

我们能够确信是媒体关于格兰维勒及其所谓的先知先觉能力的报道引起了这些变化吗？许多人都想知道是否格兰维勒效应不只是新闻媒体夸张的一个偶然因素。我们能确定的是，关于格兰维勒预测的一系列新闻报道及新闻的巨大口头传述能力都对国民的注意力产生了累积效应，公众对他的预言及预言发布时股市下滑的反应基本上都被这种连锁反应所改变。^[10]

● 1929 年崩盘时的新闻

自从 1929 年发生股市崩盘以来，大家就一直讨论新闻媒体在这次崩盘中所起的作用。事实上，根据一些解释，历史学家和经济学家所面临的困惑是，在崩盘之前根本没有重大新闻。但是从那时起，人们就问，这种创纪录的股市崩盘怎么能在没有新闻的情况下发生呢？大家把焦点集中在抛售者的心态上，那么是什么促使那么多人同时抛售股票呢？

在 1987 年 10 月 19 日股灾发生前，1929 年 10 月 28 日（星期一）的股市崩盘是道琼斯指数最大的一次单天下跌（用前一个交易日收盘价格与当日收盘价格的差价来衡量）。1929 年 10 月 28 日，道琼斯指数下跌 12.8%（当日最低点与最高点相比跌 13.1%）。历史上（直到 1989 年）的第二大下跌发生在第二天，道琼斯指数下跌 11.7%（当日最低点与最高点相比下跌 15.9%）。这两天的收盘价格总体下降 23.1%，究竟出现了什么样的新闻能够合理解释这么大规模的股市下跌呢？

阅读一下周末到 10 月 29 日星期二上午的主要报纸，人们很容易得出如下结论：没有发生任何对市场基本面有重要的事情，事实上这也是报纸自身得出的结论。10 月 29 日上午，全国的报纸都转载了美联社的一篇报道，部分内容如下：“在整个周末都没有任何不利新闻发布的情况下，面对来自胡佛总统和主要实业界以及银行决策人员对商业的乐观评论，华尔街对今日下跌做了如下的惟一解释：在周末仔细清算账目时发现了大量的疲软现汇，而这些疲软现汇在上个星期的繁忙时期被忽视了。”《纽约时报》将这次崩盘仅仅归因于“普遍失去信心”。《华尔街日报》报道说：“总体来讲还没有经营瓦解的迹象”，“下跌是由于对坏账进行的必要清理”^[1]。

在这些天的新闻中还有什么内容呢？星期一上午有新闻报道说，州际商会将会继续推进其依法收回超额铁路收入的计划。有一篇有利于美国钢铁公司的报道。有消息说，康涅狄格州制造者协会成功地引进了一条有利于康涅狄格州的关税条款。墨索里尼演讲说“法西斯主



义下的人民和团体能够面对任何危机，即便是突然性危机”。争取当法国总理的爱德华德·达拉契尔宣布了其未来内阁中的外交部长。一架载有七名机组人员的英国飞机在海上失踪。格拉夫·哲普林计划探险北极。大卫·拜德小分队在向南极推进。

在黑色星期一过后，星期二的早晨即崩盘后的第二天，据报道说，知名的金融家断言，强大的银行资金为了找好买卖当天就会进入市场。如果这是新闻的话，人们会认为是一则好消息。星期二早晨的其他新闻如下：两名参议员要求胡佛总统表明他在农产品和工业产品税收问题上的立场；参议员希兰·宾格汉姆抱怨院外游说人员对他不公平；一位匈牙利伯爵及其夫人获得进入美国的权利；另一架载有五名人员的飞机失踪。

这些报道听起来都很普通。如果真有什么原因能解释股市下跌的话，那么一定发生了什么大家都知道的事。有人会想，这种事情一定会以某种形式写进新闻，也许需要更仔细地读报。

一位作者朱迪·温尼斯基声明，在1929年10月28日星期一上午的《纽约时报》中有一篇报道可能合理地解释这次下跌。这篇头条报道是有关可能通过一部仍在审议中的斯姆特-哈雷关税的乐观报道。第二天这篇文章被美联社和合众社转载。10月29日，这篇文章在全国报纸中都成头条新闻。^[12]

可以想像的是，斯姆特-哈雷关税可能损害企业的预期收益。有人可能会想，这项法案从总体上来讲应该有利于企业，尤其是那些积极寻求这项关税的企业。但是研究1929年崩盘的历史学家则认为，考虑到来自一些国家的报复，关税法可能会产生反面作用。事实上，艾伦·梅尔兹认为关税法可能是“1929年的衰退没有走以前货币紧缩的道路，而是直接变成大萧条”的原因。^[13]然而，包括卢迪·多恩布什和史坦利·费舍尔在内的其他经济学家指出，1929年出口只占国民生产总值的7%，在1929年至1931年间，国民生产总值只下降了1.5%，这很难成为大萧条的原因。此外，还不清楚斯姆特-哈雷关税法是否与出口下降有关。萧条本身可能是这次下降的部分原因。多恩布什和费舍尔指出，1922年的福德内-迈克康伯关税和斯姆特-哈雷

关税法同样提高了关税率，但都没有引起这样的衰退。^[14]

即使我们将斯姆特 - 哈雷关税法被通过的可能性看做是解释这种大规模股价下降的原因，有人一定会问，在周末是否有新闻极大地改变了对关税法通过可能性的估计？《纽约时报》上报道的内容是什么呢？10月26日（星期六），参议员大卫·里德宣布斯姆特 - 哈雷在审议中没有通过，参议员里德·斯姆特和威廉·博拉对此予以否认。

《时代》杂志引用了参议员斯姆特的话：“如果这是参议员里德个人的观点，我认为他有权发表。但是这不是财政委员会的观点。”参议员博拉说：“我的观点是这部关税法不会流产。”第二天，也就是10月29日，《时代》杂志报道说参议员里德重申了法案将会流产的观点，杂志还继续引用了争论双方的其他观点。尽管最初《时代》上的报道对这一法案似乎很乐观，但是合众社10月29日对这一事件的报道并不乐观。《亚特兰大法制报》在10月29日报道这一新闻时，采用的标题是《参议院放弃通过新关税法案的希望》。

尽管如此，也很难将参议员间的交锋（典型的政治争斗）上升为重要新闻。有关关税法案的其他一些新闻报道也纷纷出炉。一个星期以前即10月21日，《时代》杂志引用了参议院共和党领导人詹姆斯·华斯顿的话，他说参议院将在下个月内通过该法案。10月13日报道说，参议员斯姆顿对胡佛总统说有可能在11月20日通过此法案。自从胡佛当选以来，有关关税法的乐观和悲观新闻交替出现。

在1929年10月28日（星期一）的报纸报道中，比有关基本情况的消息重要得多的是下面一则新闻报道：当股票交易所经历股价第二次下跌时，公众内心中认为几天前的事件非常重要，那就是1929年10月24日所谓的黑色星期四，一天内道琼斯指数下降了12.9%，但是在交易结束前又大幅反弹，所以平均收盘价将只比前一次收盘价格低2.1%。这件事已不是新闻，但它所产生的记忆在很大部分上类似于星期一的情况。《纽约时报》在星期一上午写了如下的内容：“平常华尔街像乡村墓地一样凄凉与安静，经历了历史上最紧张的一周后，华尔街变得很忙碌，银行家和经纪人正尽力使交易所一切就绪……当今天早晨10点钟恢复交易的钟声敲响时，大多数交易



所都将埋头工作，准备应对即将发生的事情。”星期日华尔街上的情景被描述如下：“观光者从一条街道漫步到另一条街道，好奇地盯着街对面的股票交易所和摩根银行大楼，也就是上周发生剧烈金融动荡的中心。到处都有观光者从街道上捡起股票行情指示器的纸票单据，就像参观者在战场上捡起用过的子弹留作纪念一样。观光车也在这个区内进行特殊的旅行。”^[15]

事实上，就在崩盘的那个星期一早晨，《华尔街日报》觉得很适合发布下面一篇头版评论：“每位负责人都说商业状况良好。”^[16]

《华尔街日报》的编辑人员准有理由怀疑是否需要通过安慰来稳定市场。他们大概听到了大众谈话的片言只语，或者是考虑到了星期四的崩溃，至少猜到周末后人们会作何反应。

因此，也许1929年10月28日（星期一）所发生的就是对前一周事件的一个回音（虽然是扩大了的回音），那么媒体对此有何评论呢？报纸似乎再一次认为没有什么重要新闻。1929年10月27日（星期日）《芝加哥论坛报》写道：“这是一个极度膨胀了的投机性泡沫的崩溃，与国家的总体情况没有或几乎没有关系。一个头重脚轻的建筑物已经将自身的重量瓦解体了——再也不会发生地震了。”

《纽约时报》说：“市场垮台是由技术原因而不是由基础原因引起的。”由格兰特信托公司出版的《格兰特调查》作了如下评论：“如果认为上星期的抛售浪潮是由于在一般商业环境中发生的同等程度的反向，那么将犯一个根本性的错误。”^[17]

让我们回过头来看一下1929年10月24日黑色星期四上午的新闻。新闻看起来不那么重要。胡佛总统宣布开发内地水上交通的计划。据报道，大西洋炼油公司的年收益达到有史以来最高值。一家糖业公司的总裁要求参议院的一个委员会对院外游说进行调查，自从去年12月开展降低糖税的运动以来，这些院外游说人员已经挥霍了75 000美元。谈判人员报告说，建立国际清算银行的努力宣告失败。卡内基基金报告不赞成大学生运动员的奖学金。美洲杯委员会宣布了下一次帆船比赛的规则。一位尝试单人飞越大西洋的业余飞行员失踪。胡佛总统乘着一艘船沿着风景如画的俄亥俄河进



行了一次旅行。

没有任何事情能够表明股市前景的基础情况。但是让我们看一下另外一天，在黑色星期四之前的星期三却有新闻，在星期三股市经历重大的下跌（星期三收盘时道琼斯指数比星期二低 6.3%），同时全部交易量达到历史第二高。我们应该在 1929 年 10 月 23 日的新闻中寻找原因吗？也没有任何重要的全国性新闻，但是却提到了过去的股市变动。报纸上的重要而详细的新闻报道都是有关股市以往变动的。其中最重要内容便是解释以往变动的原因，而且通常是从投资心理学角度解释的。

没有理由认为，1929 年的股市崩盘事件是对真实新闻报道的反应。相反，我们看到的是借助变化的反馈效果来运行的负泡沫和由一系列公众注意力组成的注意力连锁反应。从根本上讲，这一连串事件与其他市场崩溃时所发生的事件没什么不同——包括著名的 1987 年崩盘。

● 1987 年崩盘时的新闻

1987 年 10 月 19 日发生股市崩盘时——创下了一天之内下跌的新纪录，几乎是 1929 年 10 月 28 日或 1929 年 10 月 29 日下跌的两倍（这一天是单日价格下跌的新纪录）——我认为这是直接询问投资者什么是当天重要新闻的一个千载难逢的好机会。已经不必要像研究 1929 年崩盘那样用媒体的解释来得出什么是投资者心目中的重要新闻了。据我所知，没有人利用这种机会。在崩盘发生的那个星期，我将调查问卷的一份样本发送给机构投资者，一份发送给个人投资者，问卷的结果与另外一项调查发表的调查结果是一样的，该调查是问投资者在崩盘发生的当天在想些什么。^[18]

在这次调查中，我将崩盘前几天报纸上所发表的与市场变化的观点相关的所有新闻报道都列举了出来，最后一份报道是在崩盘当天上午出现在报纸上的一则新闻。我问投资者：



请告诉我下面的各条新闻对于你在 1987 年 10 月 19 日当天对股市前景评估中的重要程度。请用 1 至 7 的数字标明，1 代表完全不重要，4 代表重要程度为中等，7 代表非常重要。您告诉我的应该是您自己的想法，而不是其他人怎么想。

我列了十则新闻报道，第十一项上是用“其他”标明的空白，受访者可以在此处写明他们自己的选择。

机构投资者和个人投资者的结果非常相似，在 10 月 19 日那天卖出或买进的人之间的结果也非常相似。受访者认为每件事都相关。他们认为大多数新闻报道的重要程度至少是 4，即重要程度为中等，平均分在 3 以下的惟一——则新闻报道是投资大师罗巴特·普雷切尔在 10 月 14 日给出的抛售信号，该报道的得分大约是 2 分。就连 10 月 19 日报道的美国袭击伊朗的石油基地，发生了一起小冲突这类新闻的得分还是 3 分。受访者对“其他”类目中的新闻报道不是很热心。他们倾向于想到顾虑而不是崩盘时发布的新闻报道。他们填写的最普遍的答案就是对负债过多的担忧，包括联邦赤字、国债和税收。有 1/3 的个人投资者和 1/5 的机构投资者都填写下了这样的回答。

但是最明显的结果就是，在我所列的新闻报道中分值最高的是有关以往价格下跌的报道。根据受访者的回答，最重要的新闻报道是 10 月 19 日上午道琼斯指数下跌 200 点，这则新闻报道在 10 月 19 日个人出售者中的平均得分是 6.54，在机构出售者中的平均得分是 6.05。上周创下股市下跌纪录（就点数来讲）的新闻被认为是第二重要的报道。

有一个问题是让受访者回忆一下他们对崩盘当日价格下滑的解释，问题如下：“你记得有什么特定的理论能解释 1987 年 10 月 14 日至 19 日的价格下跌吗？”问卷特意留下了空间让受访者用自己的话来做答案，我将这些答案分了类。从当前市场角度看，答案有些奇怪，在这一开放性问题的答案中，最普遍的内容是关于在崩盘之前市场价格就已过高的论述。个人投资者中有 33.9% 的人提到价格过高，机构投资者中有 32.6% 提到价格过高。尽管这种回答不及所有

答案中的一半，但是有这么多人提到价格过高也很值得注意。[在调查问卷的其他部分，我直接问他们是否觉得在崩盘之前市场就已价格过高，71.7%的个人投资者(他们中有91.0%的人在10月19日出售股票)和84.3%的机构投资者(他们中有88.5%在10月19日出售股票)回答说是。]^[19]这个开放式问题的另外一个主题就是通过机构出售、计划交易、止损或计算机交易等词语表现出的机构止损；22.8%的个人投资者和33.1%的机构投资者都提到了这一主题。答案中也提到了投资者缺乏理性的主题，主要是提到了投资者过于疯狂或下跌是由于恐慌或观点的随意变动；25.4%的个人投资者和24.4%的机构投资者提到了这一主题。这些主题都没有提到崩盘本身以外的新闻事件。

紧接着这个问题，我在问卷上问“下面哪一个能更好地描述你关于股市下跌的理论：投资者心理理论(或)基本规律如收益率的理论？”多数人——67.5%的机构投资者和64.0%的个人投资者——选择了投资者心理理论。

似乎股市崩盘与投资公众普遍存在的心理反馈环有极大的关系，价格下跌导致抛售，因此造成价格的进一步下跌，如我们在第三章讨论过的，沿着负泡沫走下去。很显然，崩盘本身以外的新闻报道没有什么特别的关系，但是与投资者抛售原因理论和投资者心理理论有关。

里根总统对这次崩盘做出了反应，建立了一个由前财政部长尼古拉斯·布拉迪领导的研究委员会。他要求布拉迪委员会说明引起崩盘的原因和能采取的措施。投资专业人士普遍不愿意公开说明这种事情的原因，关于崩盘的许多报道都把注意力远离最终原因。但是布拉迪委员会却在是美国总统的授权下来处理这件事的，结果，在他们的报告中我们只能看到他们在努力搜集相关事实并解释1987年崩盘。他在总结中对崩盘作了如下解释：

10月中旬股市的急剧下降是由特定事件“引发”的。无法想象的高贸易赤字将利率推向了新的高度，国会议员提议的税收



立法导致了大量试图收购(其他企业)的企业股票的暴跌。最初的下落促使采取组合保险战略的大量机构和对赎回做出反应的少量共同基金机械地、不顾价格地抛售。由于预料到市场将会进一步下跌,上述投资者的抛售及进一步抛售的可能性使大量从事贸易的机构也开始抛售。除对冲基金外,其中还包括少量的养老基金、捐赠基金、投资管理公司和投资银行。这种抛售又导致了股票保险人和共同基金的进一步抛售。^[20]

布拉迪委员会得出的结论在某些方面与我自己对崩盘进行的调查研究中得出的结论很相似。他们所说的“不顾价格地抛售”意味着价格下跌就抛售,但不管交易结束前价格有多低都会抛售——在任何价格时都会抛售。委员会明显地认为,崩盘是由我所说的反馈环引起的,最初的价格下跌使很多投资者退出市场,引起价格的进一步下跌。实际上,布拉迪委员会的意思是,1987年的崩盘是一个负泡沫。

相对于我的研究而言,布拉迪委员会对崩盘的研究方法的优势是大量地接触了大投资机构。他们的研究补充了我的结论,即反馈环在崩盘中起了作用。然而,他们的结论有一点不同,即对新闻报道内容给予了重视。此外,他们的研究表明,抛售在很大程度上是“机械的”或“反应性的”,而不是心理的或随波逐流式的。

根据我的研究结果,布拉迪委员会所提到的有关商品贸易赤字和利率过高的新闻报道根本不能认为是投资者考虑的中心环节。在我的调查中,我把这些也列在了新闻报道中,受访者的反应很温和(大多数是4分)。此外,如果看一下贸易赤字和利率的长期变化图,很明显地会看到,这两者没有明显的断裂。实际上,贸易赤字和利率都没有对股市产生什么重大影响。

布拉迪委员会提到的提议税收立法根本就没有引起我的注意,也没有将其作为重要新闻报道纳入列表中。这则新闻是暴跌崩盘发生的前五天即10月14日公布的,它根本不是崩盘发生时公众谈论的重要主题。国会议员丹·罗斯顿考斯基的参议院税收委员会正在考虑税收改革,这项改革可能会使企业的收购者失去信心。由于改变资本收益

税条款可能对一个有效率的市场的股价有着根本性的重要意义，许多对暴跌崩盘进行解释的专家都提到了这一点。

当得知这则新闻报道的潜在重要性后，我又翻了一下所收回的调查问卷，看看有多少个受访者在“其他”选项的答案中提到了这一点。我发现，在 605 名个人投资者中根本没人提到，在 284 名机构投资者中只有 3 个人提到。很显然，这则新闻报道根本不值得作为崩盘的主要原因。^[21]

布拉迪委员会很强调一种称为“组合保险”的机构投资者投资工具。组合保险是加州大学伯克利分校的海内·里兰德和马克·罗宾斯登教授发明的用于限制损失的一种战略，在 20 世纪 80 年代中期，他们二人将这种战略成功地推广给许多机构投资者。组合保险实际上是名称的误用，这种战略只是一种出售股票的方案，涉及大量的数学模型。但事实上，它只是在股票开始下跌时通过出售股票来退出股市的一个形式化过程。里兰德本人在他 1980 年有关组合保险的经典文章中承认说：“对于一些类型的投资者来说，一些‘拇指法则’就接近于最佳动态交易战略，如‘跟着赢家走，降低损失’，和‘高点卖出，低点买进’。”^[22]因此使用组合保险只是在做一件很自然而然的事情，而且只多了一点点数学精确性和仔细的规划。但是“组合保险”，这个奇妙的新名词表明了这种战略是谨慎而合理的，由于其高技术形象，这种战略的出现很可能使投资者对过去的价格变化反应得更积极。

许多机构投资者把采用组合保险作为一种时尚——一种很复杂的但却无意义的时尚。由于它有一个与众不同的名称（组合保险一词在 1980 年以前还没有真正地使用），可以通过媒体使用该词的频率来追踪投资时尚的历程。我对一个商业期刊数据库 ABI/INFORM 进行了一次计算，发现在 1980 年至 1983 年中，每年引用组合保险一词的不超过 1 次，1984 年是 4 次，1985 年是 6 次，1986 年是 41 次，1987 年是 75 次。对组合保险一词的引用在稳步增长，这是简单的区域性口头传述模式的特征，这一点我们将在第八章进行讨论。^[23]

因此，就在 1987 年崩盘以前，组合保险的发展改变了一些投资者对过去价格变化的反应方式。反馈环也可能有其他一些变化，但是



由于它们不像股票保险那样经过详细的规划，所以无法直接观察到。但是，重要的一点在于，反馈环性质的变化才是崩盘的原因，而不是崩盘时公布的各种新闻报道。

反馈可能受多种因素的影响，新闻媒体当然会对它产生冲击。1987年崩盘当天的上午，《华尔街日报》刊登了一张20世纪80年代道琼斯指数的表，其下面的一张表显示，1929年崩盘后，20世纪20年代的道琼斯指数上升并持续了一个月。^[24]这两张表把现在的日期与1929年崩盘的日期列在一起，因此表明1929年的崩盘有可能会重复。投资者在1987年崩盘真正开始前的早餐桌上有机会看到这张表。《华尔街日报》公开表示，股市当天有可能崩盘。事实上，它不是一条头条新闻，没有一则新闻在引发崩盘中能起决定性作用。但是这则小报道及其配图确实出现在崩盘的那天上午，大投资者可能对这一暗示比较警觉。

当1987年10月19日上午价格下跌开始时，1929年崩盘的情形使人们自然而然地怀疑是否“它”又发生了——这里的“它”是《华尔街日报》所说的大崩盘，不是1907年的暴跌，也不是1932年的上扬，更不是人们已几乎完全忘却了的无数次其他的著名股市事件。头脑想象可能是促使那次历史上最大崩盘从最初的价格下跌到后来价格的反馈。这种想象也为市场在反弹前会跌到什么程度提供了某种暗示，而这是决定市场真正会跌到什么程度的关键因素。事实上，在1987年10月19日的崩盘中，道琼斯指数在一天内的下跌量相当于1929年10月28日和29日两天的下跌量——23.1%，1987年是22.6%。两次下跌量基本相同只能看做是一种巧合，尤其是由于1987年的崩盘持续了两天而不是一天。1987年，几乎没有投资者知道1929年市场跌落了多少。而且，许多投资者对1929年狂跌的程度只有一个粗略的印象，而1987年10月19日投资者几乎没有任何能够表明市场何时会停止下跌的信息可用。

由于投资者的理论和方法会随着时间变化，在1987年崩盘时发生的反馈应该被看做是持续变化的价格—价格反馈的一个例子。如果将这一反馈仅仅看做是以组合保险为代表的技术创新的结果，那将是



错误的。尽管在执行组合保险战略时使用了计算机，但仍旧是由人来决定利用这种工具，由人来决定在市场下跌时迅速使用这种工具。当然也有许多人知道使用组合保险，根据其他投资者对这种战略的应用来作出对过去价格变化的反应。在这种情况下，组合保险对我们是很有意义的，因为它具体表明了人的思维可以以反馈的方式来进行调整，股价变动引起进一步的价格变动，最终可能造成价格的不稳定。

● 新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用

新闻媒体在股市中的作用与人们所想象的并不一样，通常人们只是简单地认为媒体是投资者一种方便的工具，投资者会对重要的经济新闻作出反应。媒体能积极地影响公众的注意力和思考方式，同时也形成股市事件发生时的环境。

本章的例子表明，媒体在使大众对新闻更感兴趣的同时，也成了投机性价格变动的主要宣传者。它们通过报道公众早已熟知的股价变动来增加趣味性，以此提高公众对这些变动的关注程度，或者提醒公众注意过去市场上发生的事件和其他可能采取的交易战略。因此，媒体能够造成更强烈的反馈，使过去的价格变化引起进一步的价格变化，它们也能引起其他一连串事情的发生（这里指的是注意力的连锁反应）。

这不等于说说，媒体是一股强大的力量，能将各种思想灌输给完全被动的观众。媒体为大众传播和解释大众文化提供了一个渠道，但是大众文化有其固有的逻辑和过程。

我们下面研究有关文化的一些基本观念。随着时间的变化，这些观念也发生了转变，但这种转变仍与股市中不断变化的投机情况有关系。



新时代的经济思想

历史上股市的膨胀经常都伴随着一种流行的预期，那就是将来比过去更有前景，或者说未来的不确定性更少。这时候“新时代”这个词就会一次又一次地被人们用来描述这种情形。

当然，这种新时代的观念有其明显的合理性。20世纪最重要的进步就是人们生活水平的提高以及经济风险对个人生活冲击力的减弱。从许多方面来看，我们都可以认为我们的世界的确在走进一个全新的更美好的时代。但是那种流行的新时代的观点最显著的特征是，它事实上是不可能持续地存在的。恰恰相反，它是一阵一阵地出现的。

在大众文化中，人们对新时代这个词的引用并不规范，与之相反，经济学家们以及其他一些有影响的评论家在历史上不同的时期提出新时代这一概念时是很注意措辞的选择的。通常，他们仅仅指一段长期的连续增长的趋势。

有观点认为，新时代观念——或由此引发的其他流行的经济理论——在不同的时期以不同的方式影响着公众，这种观点较难反驳。比如，要想通过问卷调查的方式来追溯思想发展的过程是很困难的。因为只有当一种思想引起了大众注意之后，你才会想到对此展开的调查。

我们可以使用电脑数据库对出版物进行统计，从而了解一些经济术语使用频率的变化，不过这种检索太粗略，忽视了使用术语方式的细微变化。当我尝试统计新时代这个词在过去几年中的使用频率时，我发现这个词被用在了许多不同的语境中，这使得仅仅检索这个词无法达到目的。同时，我还从数据库中得知，新时代这一术语在过去并不流行，自从1997年7月《商业周刊》的封面故事将这一术语的出现归功于阿兰·格林斯潘之后，情况才发生了变化，这也标志着格林斯潘自几个月以前有关“非理性繁荣”的演讲之后，他的思想发生了转变。^[1]从那以后，新时代这个术语就开始被频繁使用。（将这一术语与一位权势人物相联系的做法又一次印证了个人行为 and 媒体事件能够改变公众思想。）

“新时代”用于类似的场合实际上要早于《商业周刊》上的文章，因为1997年6月的《波士顿环球报》上有两篇文章使用了“新时代命题”、“新时代理论家”和“新时代学派”等提法，还将保诚证券公司的技术研究主任拉尔弗·阿肯普拉看做是该学派中的一员。1997年8月，《哈佛商业评论》上保罗·克鲁格曼的一篇受到广泛关注的文章攻击了新近出现的新时代理论，使这种提法得到了更广泛的传播。^[2]在1997年以前的十年里，数据库检索显示出，新时代只是偶尔被用来指代乐观的经济前景，那段时期这种提法显然并不流行。

用新时代来描述经济的做法出现在90年代股市取得惊人发展之后，并且所有与新时代有关的说法都具有股市的色彩。^[3]事实上新时代理论的出现是经济学家在分析了国民收入数据或其他与实际经济情况有关的数据后提出的，新时代理论的出现主要是对股市繁荣的一种滞后的诠释，这实际上不足为奇。股市的迅速繁荣带有很强的戏剧性，因而需要同样戏剧性的诠释。相反，国内生产总值增长率的上升——比方说，从2%升至3%——虽然会让经济学家兴奋不已，但并



不会给公众造成同样的印象。因为相对而言，它并不实用，在人们的日常生活中显得深奥而遥远，因此当然不如其他一些华丽而夸张的新闻报道对人们更有吸引力。

每当股市创下新高，演讲家、作家及其他各界名流便会立刻站出来为市场中明显的乐观思想提出各种解释的乐观主义情绪讲话。记者们也许不能总是掐准时间，但他们可以说，正是这些大人物的言论带来了市场的转变。虽然著名人士可能对市场动向产生影响，但他们的智慧通常都只能步市场的后尘。然而，他们所推崇的新时代思想是延续和扩大繁荣过程中的一部分——正如我们所看到的，能够产生投机性泡沫的反馈机制的一部分。

为市场的理性辩护的人可能会指出，即使有关新时代的讨论真是造成繁荣的原因，这也并不意味着对这些讨论的新闻报道必然出现在繁荣之前。当然，从技术上说，尽管对新时代理论的媒体讨论往往与股市上扬同时发生或比之更晚，但私下的口头讨论事实上同样也可能导致股市上扬，可能新闻媒体只是没有来得及发现这些讨论。

但是，如果我们考虑一下普通投资者的思维模式的话，这种为市场理性化作的辩护就难以让人信服了。由于公众对有关企业的未来的推理和论述并不感兴趣，因而他们不自觉地怀有这样一种想法，认为企业利润增长的新时代与过去股市的增长并无关系。

看起来，大多数人对宏观经济增长的长期预测都不大感兴趣。经济学理论告诉我们，如果他们真是理性的话，就应该对此加以关注。但事实上这一宏观经济论题太抽象，太枯燥，太专业了。公众感兴趣的是对未来技术能力的大胆描述——例如，电脑将会很快具有哪些新功能——而不是衡量未来几年中美国企业的收益水平。事实上，只有很少一部分人能够较为准确地估计美国企业的总收入，大部分人几乎不可能对预测这些收入的变化感兴趣。

历史告诉我们，有时公众意见中存在着强大的看不见的力量，这种力量只有到某些关键性事件发生后才会出现在媒体或公共讨论中。而且这种力量一般都与基于个人观察的幼稚想法或对少数民族和外国人的无端歧视有关。只是公众并不隐瞒关于经济增长率的个人



意见而已。^[4]

传统观点将股市看做是对新时代理论的反应。事实上，由于记者们争先恐后地为股市价格涨跌做出解释，看起来更像是股市创造了新时代理论。这让人想起“灵应板”，参与者要解释他们手晃动的轨迹的含义，并由此预言未来。或者股市被看成一种神谕，发出神秘而无意义的“声音”，我们会要求领头人对此作出解释，然后赋予这些解释以权威的外衣。

在本章中，我试图分析伴随着美国股市前一个高峰的“新时代”思想。我也对“新时代”进入大众生活并对他们的思想产生影响提出了一些看法。我大量使用了当代引用语，因为这些引语能提供相关思想和观念的最直接的证据。

● 1901 年的乐观主义：20 世纪的顶峰

正如我们在第一章中提到的，1881 年之后的三次主要市盈率峰值中的第一次出现在 1901 年 6 月，恰好是在 20 世纪的黎明来临之时。在此前的 12 个月里，价格水平出现了惊人的上涨，观察家们这样描述 1901 年的投机热潮：“1901 年 4 月爆发的投机风潮在历史上几乎是无与伦比的……报纸上充斥着饭店侍应生、办公室职员甚至看门人和裁缝通过投机发了大财的故事，可以想见这些宣传对公众观念的影响。”^[5]

在 1901 年 1 月新世纪到来时，人们广泛地谈论着未来和即将到来的技术进步：“火车以每小时 150 英里的速度飞驰……报纸出版商只须按下电钮，自动化设备就会完成其余的工作……在大商店里卖东西的是售货员的照片，自动手将会为顾客找零。”^[6]古格里尔墨·马可尼于 1901 年完成了首次越洋无线电传输，人们纷纷预测不久以后就可以同火星进行无线电通信了。

1901 年 5 月 1 日至 11 月 1 日，在纽约州水牛城举行的泛美博览会将高技术作为一个直点。其中最为引人注目的是 375 英尺的电塔，为它照明的是 44 000 个电灯泡，它们的电力来自远在尼亚加拉大瀑



布的发电机。这尊塔“美得无法形容”，让参观者如痴如醉。^[7]这次博览会的电气部分展示的是电产生的种种奇观。例如电传机，即通过线路传输图片的机器（传真机的前身），又如电子签名机，即能让人将签名传输到远处的机器（信用卡签名鉴别设备的前身）。这次博览会还提供了乘坐太空船“路娜”号到月球进行模拟旅行的机会：参观者在回到地球之前可以漫步于月球的街道和商店之间。

从某种意义上说，高技术时代、电脑时代和太空时代在 1901 年时几乎已经到来，只是这些概念都是用不同的词语来表达的。人们都心情振奋。因此，20 世纪的第一个十年后来被称为乐观时代、信心时代或者确信时代。这种情绪也许与今天相似，虽然已经相隔了一个世纪并且现在已接近 21 世纪的黎明。由于现代媒体充分利用了周年纪念或跨时代的事件，加之人们也往往将这类事件看做新开始的标志并对它们赋予过分的期望和企盼，因此世纪之交很可能是乐观主义盛行的时期。1901 年的例子告诉我们，新世纪乐观主义情绪事实上可能会延续到 2001 年以后。

但是还有其他原因使人们认为股市应该有很高的价格。当时的几年之内，报纸上最突出的商业新闻莫过于关于在广阔的商业领域中难以计数的联合、托拉斯和合并，例如在多家小钢铁企业基础上形成的美国钢铁公司。1901 年，许多股评家都把这些变化看成是举足轻重的，利益共同体这个提法被大量用来描述这种新的经济现象。1901 年 4 月，《纽约日评》上的一篇社论这样写道：

但是新时代到来了，这是“利益共同体”的时代，人们希望它能避免以前在经济萧条时常常发生的毁灭性的削价和破坏，这种关于“利益共同体”的想法在许多行业里都压倒了对其他事情的关注。例如，在时而高度繁荣时而极度萧条并被安德鲁·卡内基称为工业的王子和贱民的钢铁工业里，人们一度怀有的将众多分散的企业合并为若干大企业的愿望已在过去两年里被建立前所未有的巨型企业的念头所取代。如果对它寄予的种种预期都能实现的话，这种合并将会由于消除了出于竞争的考虑而建立不必要



的工厂的可能性而避免大量经济浪费，将会通过废除重复的官位和价目表而使经济灵活有效，还将会由于多家企业合并保证低价而有利于扩大出口。

出于同样的原因，联合在铁路部门也成了占统治地位的思想。相互竞争的铁路正在合并或租借，其结果是运行经济化和降价的终止，大铁路公司的代表走进了在以前是势不两立的降价行业的董事会中，他们发挥着影响力，如果不是控制力的话。^[8]

用这些原因来解释股市的乐观主义情绪无疑是让人信服的。人们很容易相信，消除竞争会为企业创造垄断收益，并进而提高其股价。

但这篇社论并没有提及反托拉斯法可能会结束“利益共同体”时代。1901年9月，重视商业的威廉·迈肯雷总统在参观泛美博览会时被暗杀；接替他的是“牛仔”副总统泰迪·罗斯福。仅仅六个月之后，也就是1902年3月，罗斯福就针对北方证券公司使用了尘封已久的1890年谢尔曼反托拉斯法案。在接下来的七年里，他严格执行了反托拉斯政策。当谢尔曼法案的缺陷日益彰显时，1914年通过的克雷登反托拉斯法案又推进了政府对企业合并的打击。

这样，股价的“利益共同体”的理论前提后来被证明是错误的，那些在此基础上对股市表现出高度乐观情绪的人当时并没有想到会有什么事不对劲。他们没有考虑到社会可能无法忍受财富如此向股东手中转移。他们之所以未考虑到这一点，很可能是因为此前没有任何一点具体的反托拉斯活动。然而在认识股市水平时，你必须考虑市场能够在未来几十年里提供的长期收益，以及社会做出积极或消极的调整以控制这种收益流向的可能性。

对股市水平的讨论很少涉及政府对收益水平的反应，即使政府对企业的政策发生了实质性的剧烈变化时也是如此。单是企业的所得税就经历了多次调整，从1901年的0%，到1911年的1%，1921年的10%，1931年的14%，1941年的31%，1951年的50.75%（含30%的超额利润税），再到今天的35%。尽管美国政府过去替企业所得税从0%提高到了50.75%，并这样有效地将超过一半的股市国有化，



人们在讨论市场前景时仍然很少提及可能对税率进行的调整。

1901 年事件体现了新时代思想可能犯的一种错误：这种思想仅仅注意到当前新闻中显得很突出的事件效果，它很少关注“如果……怎样”，即使这种假设很可能会成为现实。

1901 年还盛行着另一种说法：股票正被“强有力的手”持有着。“股票所有权已经易手。它并没有被投机的公众所掌握，而是被能在任何情况下都能保护它的人所拥有，例如标准油品公司、摩根、康恩·露易、高德和哈里曼·英特里斯兹。这些人是国家最主要的金融巨头，他们肯定知道，当采取行动时最终结果会是什么样的。”^[9]这样一种理论，同在其他市场高峰期发表的理论一样，认为抛售恐慌的出现是不可想象的事情。在短时期内，这种理论也许是正确的。但是这些强有力的手没有能够阻止 1907 年的股市狂跌，也没有能够阻止 1907 年到 1920 年之间股市市值的锐减。

● 20 世纪 20 年代的乐观主义

1920 年前后的牛市显然是由公众对股市日益增长的热情和兴趣引起的，这种热情在 1929 年达到了巅峰。在 1931 年出版的《就在昨日》这本书里，弗雷德里克·路易斯·阿伦这样描写 1929 年的情景：

有钱人的司机一边开车，一边努力收听关于贝斯雷姆钢铁公司动向的新闻，因为他自己 20% 的保证金的账户里持有 50 股。为经纪人办公室擦窗户的清洁工不时停下手里的活计，盯着报价牌看，因为他正在考虑将辛苦劳动攒得的一点积蓄换成西蒙公司的股票。爱德文·莱富勒（在当时可称得上是一位经验丰富的股市记者）描写了一位在股市中赚了近 25 万美元的侍者；用从病人那里得到的小费从股市上赢得了 3 万美元的护士；以及怀俄明州的牧牛人，他的住处离最近的铁路足足有 30 英里，而在股市上却一天买卖 1 000 股。



虽然这些描述可能会让人对公众关注股市的程度产生一种夸张的印象，但毫无疑问，20年代的这种注意力要超过任何其他时期，并且热情的投资者到处都是。

20年代经济快速增长，尤为突出的是，在此前只能为富有阶层享有的一些技术创新成果得到了广泛的传播。汽车大致就是在此时开始广泛使用的。1914年在美国注册的汽车仅有170万辆，1920年就有了810万辆，1929年达到2310万辆。汽车带给人们对自由的一种新感受和可能性，人们也越来越多地认识到新技术能够促进个人价值观的实现。

20世纪20年代也是电气化走出大城市向全国扩展的时代。到1929年时，2000万美国家庭通了电，煤油灯被淘汰了，电灯泡进入了家庭，大约一半通了电的家庭拥有了吸尘器，1/3有了洗衣机。不仅如此，20年代还是无线电广播不断扩展并发展成为一种成熟的全国性娱乐媒体的时期。1920年全美国只有3家广播台，到1923年这一数字就超过了500家。享誉全国的广播明星如鲁迪·瓦里和流行节目如阿其斯·N·安迪都出现在20年代。全国广播公司（NBC）于1926年建立了首家全国广播电台网，定期播出的节目创造了一种前所未有的民族文化感。声音也开始进入电影中，里德·弗罗斯特于1923年发明了电影声音系统，到20年代末时有声电影就完全取代了无声电影。由于这些变革深刻地影响了日常生活，影响了人们的家庭和闲暇时光，所以20年代成为巨大的技术进步的时代，即使对最粗心的观察家来说也是如此。

在20年代股市繁荣时，有着许多声称经济的新时代已经到来的言论。例如，早在1925年就可以听到：“现在看不出有任何东西可以阻碍美国享受贸易史上无与伦比的繁荣。”^[11]

约翰·摩迪是一家叫做“摩迪投资者服务公司”的评估机构的负责人，他在一篇文章中这样描绘1928年的股市：“事实上，新时代的形成贯穿于整个文明世界的始终，文明不断地具有新的特征。我们也许只是刚刚开始发觉，自己所处的这个现代的机械化文明正处于完善自我过程之中。”^[12]



由于公众对股票的热情骤升和股市的猛涨，人们需要解释和说明股市繁荣的书籍。1929年，查尔斯·阿莫·达斯在《股市新高》一书中，提出了预计股市还会继续上涨的若干理由。与新时代相比，他更喜欢新世界这个提法，虽然表达的意思完全一致。他写到了“工业的新世界”，谈到批量生产的技术、大型研究部门、电气时代的开始、南方的工业化、大规模生产的出现以及农业的机械化。此外，达斯还写到了“分配的新世界”，预测了分期付款的扩展、连锁店的壮大、刺激需求的广告艺术和新的市场研究方法。他同时也谈到了“金融的新世界”，内容包括为企业提供更多资金来源的投资银行的发展，能够使融资更加灵活的控股公司的出现，以及联邦储备系统对如何稳定商业的认识的深化。达斯将联邦储备比喻成蒸汽机的调速器，负责调节经济发展速度。^[13]

有趣的是，达斯的这本书出版于1929年8月，正好比大萧条以前的股市高峰点早一个月。当你发现书中第69页附有一张名为“勘误表”的小纸条时，这本书出现的时机就显得更加引人注目了。这张纸显然是在书籍印刷之后、装订之前加上去的，这时的道琼斯工业平均指数上升到比书中提到的还要高出20点。这张纸条告诫读者们将书中对道琼斯指数的预测调高15点至20点。这样，达斯就能够将书的出版时间调整到与市场高峰同步，但因此犯下了市场预测中最灾难性的错误。

来自耶鲁大学的艾琳·费舍尔教授是公认的美国最杰出的经济学家之一，他认为美国股市在当时并没有被过高估价。在股市将要达到1929年的高峰时，他曾说过：“股价看来是达到了永恒的高原状态。”他写过一本名为《股市危机及影响》的书，前言写作的日期距黑色星期四发生之后不到两个月。费舍尔一定是在达斯写作的同时完成这本书的，只不过时机选择还算可以。在1929年股灾到来的时候，他还处于写作过程中。不过费舍尔在股市猛泄之后仍然可以表示乐观，因为与1932年的市场最低谷相比，这时仅仅只下跌了很小的比例，并且这次股价下跌也没有显示任何一个时代就此终结的迹象。

费舍尔论证说，由于诸多原因，前景将会呈现出收益的迅速增



长，其中一些原因与达斯列举的相同。首先，20年代兼并风潮能够容纳大规模经济生产。他指出：“合并后的经济发展需要时间，但它对股市的影响却是立竿见影的。”科学研究与发明创造正以前所未有的速度向前推进，随着公路网的迅速发展，汽车的优势正在开始得到利用，废弃物品的有效利用也变得越来越广为人知，农业方面有许多最新发明包括底土犁耕、优质的化肥、改良的家畜品种以及新的改进型庄稼。由于所有这些发明创造都在逐渐投入使用，可以预计它们产生的收益也会不断增长。费舍尔还认为，由于使用了“科学的”方法、改进了的生产设施布局和更加精密的管理技术，美国企业的管理水平正在不断提高。他声称，企业能够更好地规划未来，部分原因在于他自己发明的“大师图表”，即企业负责人做重点规划使用的草图法。费舍尔还发现，劳工联盟开始为解决工业问题承担共同责任，这使他进一步坚定了认识。^[14]

其他人则认为，20年代的股市定价是合理的，因为我们已处于一个更加清醒的时代——这不仅仅是象征性的。对酒精饮料的禁令被认为给社会带来了更高的稳定性，给人们带来更多的智慧：“许多不同的事件导致了这样一个幸福的结果……（包括）从我们的生活中消除酒吧及其破坏性的因素，随之而来的是全体人民的清醒和镇定。以前花在酒吧里的金钱现在大都被用于不断提高生活水平、投资和储蓄。”^[15]

当然，市场的乐观主义情绪也不是当时的惟一情感。1929年的市场价格偏离并不是没有引起注意。《纽约时报》和《财经报》一直都在指出，他们所理解的过分投机确实存在。国际承兑银行的保罗·W·华尔博格谴责了“不加限制的投机”^[16]。然而，从股市本身水平就可以知道，在20年代的公众情绪中，对股市的积极评价占据了压倒性的地位。

● 50年代和60年代的新时代思想

从媒体的报道看，新时代思想在50年代中期也经历了一次突升，从1953年9月到1955年12月，市场实际上涨了94.3%（扣除



通货膨胀因素)。50年代初的市场受到了抑制，人们普遍担心随着第二次世界大战对经济增长刺激作用的结束，经济又会滑入萧条的低谷。但是，收入的稳定增长支持股市突涨并达到几乎翻番的程度，这显然使公众忘却了这种担心并开始置身于真正的新时代思想中。1955年5月，《美国新闻及世界报道》写道：

“新时代”的感觉又一次弥漫。人们信心高涨，普遍乐观，对未来无忧无虑。

战争的威胁正在消除。和平的前景不断展现。工作机会充足，报酬空前之高。税收肯定会下降。万事万物都在茁壮成长。

10年中对萧条的恐慌往返了三次，不过并没有造成多大影响。第一次发生于1946年，恰好在第二次世界大战之后，政府悄悄地对军事开支大幅削减。第二次是在1949年，公众对商人们的担心视而不见，照常买卖，这次^[17]恐慌不攻自破。第三次始于1953年中期，它现在只存在于记忆中。

公众对市场的高度乐观部分源于新时代思想，并且它本身也构成新时代思想的一部分。《新闻周刊》在1955年12月写道：“（股市）飚升的基础在于，投资者对强大经济力量的信赖——以及企业正在将这种繁荣兑现。”^[18]

与广播在20世纪20年代发展成为大众民族文化的载体相类似，在50年代早期，电视得到了普及。1948年只有3%的美国家庭拥有电视机，到1955年就达到了76%。与互联网一样，电视是一种能够捕捉几乎每个人想象力的生动的技术创新产品，它证明了不能被忽视的技术进步的存在。在短短几年时间里，大多数美国人就开始每天有规律地花上几个小时看电视了。

当时的通货膨胀非常低，人们将这一点归功于新引人的联邦政策。财政部长乔治·哈姆夫雷在1955年夸下海口：

在过去2年零9个月里，美元的价值只变化了半美分。我们



几乎已经完全消除了通货膨胀对储蓄的影响。

我们将通货膨胀看成是最坏的公敌。但是在必要时，我们会毫不犹豫地放松或紧缩银根，货币政策的力量比以往任何时候都能更有效和迅捷地对自然需要作出反应。这是通过恰到好处地使用货币政策和信贷实现的，是通过历史上最大幅度的减税将购买力归还公众实现的，也是削减不必要的政府开支的结果，更是不失时机地鼓励基础设施建设、家庭住宅和必要的修缮的结果。^[19]

与 20 年代“强有力的手”这一理论相似的看法——认为对股票的需求相当稳定足以防止任何下跌——在 50 年代也同样存在。《新闻周刊》在 1955 年这样写道：

许多金融界人士都乐于认为，美国已经发展到了“新资本主义”阶段，并且其基础将会不断扩展。大约 750 万人持有公众公司的股票，而三年前只有 650 万。让小额投资者有机会分散风险，共同基金的资产，从 1946 年的 13 亿美元猛增到 72 亿美元。成千上万工人通过雇员购股计划成为了自己工作的企业的所有者。

以上这些事实合起来也许还不能确保防止又一个 1929 年的出现，但是许多专家认为：下次危机早着呢。^[20]

艾琳·费舍尔在 20 年代提出的作为乐观主义原因的思想，即企业能够更好地规划未来，在 50 年代又一次作为新思想浮出水面：

“企业自己具备了一种试图防止出现大萧条的能力。今天的公司能够做出长远的规划，并且比以前更少地受到短期行为的影响。”^[21]

生育高峰被看做是推动市场繁荣的又一重要因素，因为人们需要在孩子身上花钱（作为长大了的这一代婴儿来讲，尽管他们的孩子更少，但现在仍然认为有助于抬高股价，因为他们为退休生活进行了储蓄）：“正是生育高峰将最近这次‘新时代’与上一次区别开来，家庭正在变得越来越大，良好的公路和优质的汽车正在开进农村，郊区住宅和有着三四间而不是一两间卧室的房屋正在成为抢手货。”^[22]



同 20 年代一样，消费信用的广泛使用也是导致繁荣的一个原因：“花钱的欲望，在一个有影响的华盛顿人眼中，就相当于一次‘消费革命’……在花钱的过程中，一个人的欲望逐渐被提升。”^[23]

约翰·肯尼迪在 1960 年当选为总统后，他对刺激经济措施的倡导使得人们普遍看好经济发展。肯尼迪在 1961 年发表的第一份国情咨文激发了公众的信心。人们认为，这份咨文显示出了乐观和憧憬。他在 1961 年 5 月的国会特别陈述中也作出了憧憬，即美国将在 1970 年以前实现将人类送上月球的许诺，美国人期待这一成就能够被长久铭记，它标志着人类首次离开它生活的星球。肯尼迪被认为是美国乐观主义和股市力量的化身：“华尔街对股市的强劲状态有一种简洁的描述，即‘肯尼迪市场’。”肯尼迪的经济计划激发的信心使一些人得出国家正在进入“新经济”的结论。在这种“新经济”里，商人们“能够永远享受到合理延续的繁荣”，并且比以前“更有理由”对货币政策持有信心。^[24]肯尼迪计划在其继任者林登·约翰逊始于 1964 年的“大社会”计划中得到了延续；约翰逊的计划将消灭贫穷和防止城市衰退作为首要目标。

在 60 年代，“股市是最佳投资场所”的理论曾盛行一时：“投资者们感到股票是最佳投资工具——是防止通货膨胀的屏障，是参与到未来的经济增长中的手段。”“投资者们似乎确信，通货膨胀将伴随经济复苏出现——普通股，即使在目前的价位上，也是真正的保值手段。”^[25]当时，投资者们都相信，如果发生了通货膨胀，股市将会上涨而不是像人们现在普遍认为的那样会下跌，其结果是可能发生的通货膨胀成为了持有股票的原因。60 年代早期，人们还关注这样一个问题，即如果没有通货膨胀，肯尼迪—约翰逊经济计划也会引起通货膨胀。

在 60 年代市场高峰背后的一个比较重要的因素是道琼斯指数达到了 1 000 点。那种认为道琼斯指数达到四位数就会对公众的想象力产生巨大冲击的观点看起来挺滑稽，但是，由于无法为市场价值找到其他牢固的基础，这种武断的看法也为人们的预期提供了一个坚实的基础。

即使在道琼斯指数接近 1 000 点以前，新闻界就开始计算里程碑



了。1965 年《新闻周刊》的一篇文章写道：“就像四分钟跑一英里一样，心理障碍必须加以克服。华尔街又何尝不是如此，道琼斯工业平均指数的 900 点大关（就像此前的 600、700 和 800 点一样）迟早会被突破。”《新闻周刊》写道，900 点大关“在许多观察家眼中已经具有了一种不可思议的神秘意义”。1966 年，当 1 000 点近在眼前时，《时代》杂志写道：“上周末平均指数达到了 986.13 点，距离被这整条街看成神秘数字的 1 000 点大关只剩下了不到 14 点。即使那个数字更多的可能只是神秘而并不具有其他意义，突破它的日期也会在历史教科书中保留几十年，甚至几百年——这一天已经不远了。”^[26]市场像赛跑一般接近了 1 000 点，但它在很长时间内不会超过这一魔术般的数字。虽然道琼斯指数在当时并不是一分钟一分钟计算的，但它最终还是在 1966 年 1 月超过了 1 000 点（如果用当天的最高值来计算的话）。但直到 1972 年股市狂泄的前夜，它才在 1 000 点以上收盘，即使那时候只在 1 000 点以上停留了很短的时间。

等到 1982 年，道琼斯指数才实实在在地超过了 1 000 点，如果用实际股价来计算，股价超过 1966 年的最高点——并从此保持下去是在 1992 年 1 月，此时距 1966 年已经是整整 26 年了。^[27]从 1966 年 1 月到 1992 年 1 月之间是收益很低的时期，并且收益只有股息一种形式（没有资本收益），股市的年平均回报率仅为 4.1%。^[28]这些现象与那种认为股市在 1966 年只是“勉强”达到 1 000 点并且相对来讲是被过高估价了的观点是一致的。

● 90 年代牛市中的新时代思想

我在第二章中已经描述了 90 年代特有的一些新时代思想。在这里，我将再作出一些评论，然后对当今的新时代思想与其他几个时代中的新时代思想进行比较。

与以往所有的股市繁荣期一样，90 年代同样也有用新时代理论解释市场现状的学者。迈克·曼德尔在 1996 年《商业周刊》上名为《新经济的胜利》的文章中列举了市场并未疯狂的五条理由：全球化



的发展，高新技术产业的繁荣，低通货膨胀率，利率的降低和收益的迅速增长。^[29]

在这个繁荣期内，一种比较突出的理论认为低通货膨胀率导致很好的经济前景。在 90 年代，有关通货膨胀的理论同 60 年代时一样主导了对市场状况的讨论，不过现在流行的理论内容颠倒过来了。90 年代，人们认为，如果发生通货膨胀的话，市场将会下降而不是上涨，那种认为由于股市是对通货膨胀的防护手段（即如果发生通货膨胀，市场将会上涨）因而是一种很好的投资手段的观点已经过时了。

为什么 90 年代人们会认为通货膨胀将影响市场前景，而在 60 年代却认为会推动市场发展呢？90 年代投资者的看法很可能是对经济学家们关于突然爆发的高通货膨胀会损害经济发展观点的反应。事实上，这种研究并未证明，一定程度的或长远的通货膨胀与实际经济状况之间有何密切的关系；在某种程度上，它还表明 60 年代的理论是正确的——股市的实际价值并不受通货膨胀的消息的影响，股市应该是与消费价格同向而不是反向运动。^[30]而更为可能的情况是，90 年代的人们是在对这样一个事实作出反应：股市在近年里总是逆通货膨胀而动，而不是与之同向运动。

在 20 年代、50 年代和 60 年代的股市繁荣之后出现的同样命题在 90 年代又重复着。

罗杰·伯特勒在 1998 年出版的《通货膨胀的终结》一书中，认为“受管制的资本主义”和强大的劳工联盟所引起螺旋式的“通货膨胀时代”将要走向终结。在“受管制的资本主义”中，“价格不是由人与人之间供求关系决定的，而是人为规定的”。现在，伯特勒宣布，我们正在进入“零时代”，这是由全球资本主义、私有化和劳工联盟的衰通促成的，所有这些都使价格不可能再由某个委员会来人为规定。^[31]

史蒂芬·万博在其发表于公共政策刊物《外国事物》上的文章《商业循环的终结？》中认为，现在的宏观经济风险是比较低的，“技术、意识形态、就业和金融方面的挑战，同生产和消费的全球化一道，减少了工业世界经济活动的变数。由于经验和理论两方面的原



因，发达工业经济中商业循环的浪潮也许正在缩减成涟漪”。万博提出了许多有理有据的论证。例如，他注意到经济正日益由服务部门所主导，这与 30 年前有了很大区别，他也指出，服务业的就业状况总是比工业部门要稳定得多。^[32]

压缩和重组——这些用于描述 80 年代所谓管理革命的术语——在当时被认为是 1982 年之后收益增长的重要原因，在许多人心目中仍挥之不去。不过也有对管理革命持很大怀疑态度的，这一点在一部连环漫画《呆旧特》中得到了验证，它主要讲述新时代经济中细微的劳资冲突。应该注意的是，与以前股价高涨时的情况相比，90 年代的媒体并不总是倾向于强调新时代，我没有找到在 1901 年和 1929 年都曾出现过的那种滔滔不绝、令人窒息的乐观主义情绪，并且，虽然 90 年代的媒体中也大量出现这种情绪，但那更多的是一种背景推测而不是大胆直陈。媒体的态度似乎发生了转变，乐观主义的夸张已经无影无踪。许多学者看起来比以前更多地受到对市场价格过高和投机行为的关注的影响。事实上，90 年代中后期的媒体集中在了投资者的迷狂上。例如，1996 年 4 月《财富》上的一篇文章讲述了记者们在街上随机地拦住过往行人，询问他们对股市的看法，包括警察、律师、广告栏木工和健康俱乐部的身份证件检查官，所有这些人都兴高采烈地推荐了股票。他们找不到擦皮鞋的男孩，否则的话，经济发展就会成为伯纳德·巴鲁契在 1929 年大危机之前经历的一次翻版。巴鲁契说他曾经从擦皮鞋的男孩那里得到了对股票的建议，并且将这一点作为市场过度发展的信号。^[33]以《赌博者太多：这是一个老规则不再适用的市场吗？》、《这是华尔街的花开时节》或者《对熊市说再见吧》等为题的文章比比皆是。股市繁荣可能是投机性泡沫这一点无疑在 90 年代被强加到了读者的脑海里。

● 新时代的终结

尽管投机性泡沫一词包含了发生剧烈爆发——股市猛跌的可能性，但是与之相伴的新时代思想并不突然终结。略加思考就会发现，



这不足为奇，因为股价基本上是在买卖股票的投资者脑子里形成的，这么多人不可能同时对长远预期作出突发性和持久性的改变。

今天的人们只记得 1929 年的股市狂跌是在一两天之内发生的。事实上，在止跌之后，市场于 1930 年初就收复了全部失地。1929 年的重要性不在于 10 月份中的一天下跌，而在于那一年代表了终结的开始：丧失了 20 年代的股市上升的整整三年时间的开始。其他的股市下跌也是如此。一天的事件并不占据显著的地位，它只是作为股市内部弊病的一种象征。

我在第一章中提到，1901 年股市上涨之后，并未发生紧随其后的剧烈的价格下跌，而是出现了价格滞涨，并且约 20 年之后，市场才失去了在 1901 年时所拥有的大部分实际价值。这种变化经历的时间如此之长，以至于具有了跨越时代的特征，因此，在各种媒体中都很难发现与之有关的评论。

看一看 1920 年至 1921 年的情况，我们可以发现这时股市的实际价值降到了 1901 年以来的最低点，对股市的讨论都集中于究竟是什么地方出了问题上。我们发现，1901 年常见的对未来繁荣的美好描述此时已经无影无踪了。这一时期的多数评论都将注意力集中在 1920 年至 1921 年的经济衰退上，这次衰退异常严重。新闻报道追踪着商人们新近蒙受的损失和消失的财富。曾经有利于稳定股价的“利益共同体”观念被农民和承运人对铁路的敌视所取代，同时还有消费者要求降价的呼声。战争结束之后，取消政府订货被认为是暴露了现存商业的不足。战后国际政治局势的紧张也被看成是美国经济发展的不利因素。“没良心”的做“空”者和猎“熊”者的行为对市场产生了不利影响，从所得税角度看，他们的行为造成了税收损失。

有证据表明，1921 年的投资者已经学会了不再受夸张的言辞和论断的影响。1921 年的《周六晚报》上艾伯特·亚特伍德的一篇文章将高度投机的价格描述成过去的事物，他还援引一位股票经纪人的话说：“这几年的上涨既不像 1900 年和 1901 年时的繁荣那么剧烈，也不令人吃惊。”

贯穿这一时期的报道中的另一主题是，市场心理发生了一些神奇



的变化，并且变得不可理解地消极。亚特伍德援引了一位银行家在 1921 年说的话：“整个世界都联合起来降低价格，当整个世界都下定了决心，当每个人都怀着同样的想法并且决定要让价格下降时，没有什么能阻挡这种趋势。”^[34]

1929 年的新时代思想的终结就更加迅速，并且与随后发生的大萧条有着更加直接的联系：美国进入了前所未有的最深重的衰退，到 1932 年时已成为不争的事实，因而看来有充分的证据证明新时代已经结束了。曾经为光明的经济前景高唱赞歌的乐观主义者们在与预测大相径庭的事实面前哑口无言了，仅靠对旧有理论的简单调整是无法解释这些现象的。经济预测家也显示出对未来的极度不确定性，消费者行为观察家则声称，消费者的不确切性阻碍了需求增长。^[35]

30 年代的大萧条是广泛关注经济制度是否正在衰落的时代。芝加哥大学经济学教授奥斯卡·朗吉在 1939 年的《美国经济评论》上写道：“人们普遍认为美国经济已经失去了扩张势头并或多或少地进入了长期停滞的阶段。”^[36]

资本主义的失败迎来了美国共产主义的鼎盛时期。共产主义在许多人看来成为了未来的发展潮流，甚至是必然趋势。1930 年代许多最优秀的学者都表现出对共产主义的公开同情，包括肯尼思·博克、埃思肯·卡德威尔、罗伯特·肯特威尔、杰克·康罗易、爱得华德·戴尔博格、约翰·多斯·帕索斯、詹姆斯·法雷尔、朗斯登·休斯和威廉·沙罗杨。^[37]

不受控制的资本主义经济已失去希望，这进一步体现在国外激进政治运动的抬头中。纳粹主义在德国的崛起本身就是对 1929 年以后许多人心中存在的绝望观念的真实反映。在短短几年时间内德国公民的思想转变让人吃惊，这也显示出公众情绪是多么的变化无常。

1965 年的新时代思想伴随着高通货膨胀而出现。人们发现，肯尼迪政府提出的通过高压经济政策来降低失业率是虚假的承诺。事实上，我们进入了“滞胀”时代，失业率和通货膨胀都很高。1974 年，曾经担任肯尼迪总统经济顾问委员会成员并且后来成为主席的亚瑟·奥肯将高压经济政策的尝试称为是“当代经济分析中最惨重的失



败之一”。通货膨胀被认为是阻碍经济前景的重要因素。联邦储备委员会的主席亚瑟·博尼斯说：“据我所知，没有哪个国家能在通货膨胀失控时维持经济繁荣。”^[38]即使经济分析并不支持这一事实，但普遍认为这是正确的。^[39]

到 80 年代早期，人们普遍感到美国正在将其独特地位拱手让与日本。在《今日美国》上一篇名为《日本正在怎样接管我们的市场》的文章中，引用了一位专家的话：“惟一的问题在于，历史上没有哪种确定的工业——不是汽车，不是钢铁、滚珠轴承、电视，也不是摩托车——能够抵挡来自日本的猛烈攻势。”在当时看来，日本在技术领域特别强大，而美国过去在这个领域的成功一直是民族自尊和归属的有机组成部分。

新时代终结之际，也是全国性辩论焦点不再乐观之时。这时，一个公众演讲者可能仍然认为赞美美国经济的灿烂明天是一件好事，但是这样显然不会受到赞誉。这时，人们应该举例证明经济一定会复苏，就像股市总能复苏一样，价格过低就应该回升。不过这样的演讲者无法获得公众的注意力，只有在股市发生大幅上扬和经济开始繁荣时他们才能做到这一点。有时候听众会乐于接受乐观的意见，而有时候不是如此。



新时代和全球泡沫

上一章中分析的以美国为例的股市大变动，在许多其他国家和地区也发生过，这为我们提供了观察的机会，说明投机性泡沫——与“新时代”理论相联系的夸张而又暂时性的投资热情——事实上是很普遍的。

在本章中，我考察了近期全球范围内最大的股市变动。其中，也要依赖于新闻媒介提供的资料。当然，媒体报道并不总是可靠的，并且我也没有对此进行彻底的研究。但是，这些资料表明了，对美国股市动态有重要作用的因素在其他国家和地区也同样重要。我发现，这些国家和地区里最大的股价变动呈现出后市逆转的趋势——正如人们在泡沫存在时做出的预期一样。



● 近期内最重大的股市事件

表 6.1 是 36 个国家和地区中近期内（截至 1999 年）单年度实际股价涨幅的前 25 位，表 6.2 是跌幅前 25 位，表 6.3 是五年内实际股价上涨的前 25 位，表 6.4 是下跌的前 25 位。这些表格是在不同国家和地区不同时期的月度数据基础上制成的，在这 36 个国家和地区中一半以上的数据起始于 1960 年或更早。^[1]

表 6.1 近期内一年涨幅最大的股票实际价格指数

国家和地区	涨幅(%)	期间(1 年)	其后一年内的 价格变化(%)
1. 菲律宾	683.4	1985 年 12 月—1986 年 12 月	28.4
2. 台 湾	400.1	1986 年 10 月—1987 年 10 月	65.7
3. 委内瑞拉	384.6	1990 年 1 月—1991 年 1 月	33.1
4. 秘 鲁	360.9	1992 年 8 月—1993 年 8 月	15.8
5. 哥伦比亚	271.3	1991 年 1 月—1992 年 1 月	-19.9
6. 牙买加	224.5	1992 年 4 月—1993 年 4 月	-59.2
7. 智 利	199.8	1979 年 1 月—1980 年 1 月	38.9
8. 意大利	166.4	1985 年 5 月—1986 年 5 月	-15.7
9. 牙买加	163.4	1985 年 8 月—1986 年 8 月	8.7
10. 泰 国	161.9	1986 年 10 月—1987 年 10 月	-2.6
11. 印 度	155.5	1991 年 4 月—1992 年 4 月	-50.3
12. 意大利	147.3	1980 年 4 月—1981 年 4 月	-32.1
13. 奥地利	145.4	1989 年 2 月—1990 年 2 月	-19.8
14. 芬 兰	128.3	1992 年 9 月—1993 年 9 月	46.3
15. 丹 麦	122.9	1971 年 4 月—1972 年 4 月	-12.4
16. 西班牙	119.8	1985 年 12 月—1986 年 12 月	4.2
17. 卢森堡	113.4	1992 年 12 月—1993 年 12 月	-10.8
18. 瑞 典	111.5	1982 年 8 月—1983 年 8 月	-9.6
19. 葡萄牙	103.8	1997 年 4 月—1998 年 4 月	-34.1
20. 卢森堡	103.6	1985 年 1 月—1986 年 1 月	2.6
21. 香 港	101.0	1993 年 1 月—1994 年 1 月	-38.5
22. 香 港	99.1	1975 年 2 月—1976 年 2 月	-3.4
23. 韩 国	98.8	1975 年 2 月—1976 年 2 月	31.9
24. 香 港	98.6	1979 年 11 月—1980 年 11 月	-22.4
25. 瑞 典	96.6	1977 年 8 月—1978 年 8 月	-50.8



表 6.2 近期内一年跌幅最大的股票实际价格指数

国家和地区	跌幅(%)	期间(1年)	其后一年内的价格 变化(%)
1. 台 湾	-74.9	1989年10月—1990年10月	85.1
2. 牙买加	-73.8	1993年1月—1994年1月	69.6
3. 瑞 典	-63.6	1976年8月—1977年8月	96.6
4. 英 国	-63.3	1973年11月—1974年11月	72.7
5. 泰 国	-62.8	1997年8月—1998年8月	71.9
6. 南 非	-62.1	1985年7月—1986年7月	48.9
7. 菲律宾	-61.9	1973年10月—1974年10月	-14.1
8. 韩 国	-61.9	1997年6月—1998年6月	167.0
9. 巴基斯坦	-59.5	1990年10月—1991年10月	9.0
10. 印 度	-58.4	1963年11月—1964年11月	-18.8
11. 丹 麦	-56.0	1969年7月—1970年7月	-15.3
12. 香 港	-55.5	1997年8月—1998年8月	90.0
13. 香 港	-55.1	1981年12月—1982年12月	7.7
14. 挪 威	-54.2	1967年5月—1968年5月	39.9
15. 西班牙	-54.1	1976年10月—1977年10月	-15.6
16. 挪 威	-53.6	1974年1月—1975年1月	-2.1
17. 澳大利亚	-53.0	1973年10月—1974年10月	33.6
18. 法 国	-49.0	1973年9月—1974年9月	25.3
19. 印度尼西亚	-48.1	1997年3月—1998年3月	-45.1
20. 加拿大	-47.9	1981年6月—1982年6月	69.4
21. 芬 兰	-47.5	1990年2月—1991年2月	6.3
22. 哥伦比亚	-47.1	1980年1月—1981年1月	74.2
23. 意大利	-46.1	1974年4月—1975年4月	-31.3
24. 挪 威	-46.1	1989年12月—1990年12月	68.6
25. 丹 麦	-45.8	1973年9月—1974年9月	14.7



表 6.3 近期内五年涨幅最大的股票实际价格指数

国家和地区	涨幅 (%)	期间(五年)	其后五年内的 价格变化(%)
1. 菲律宾	1 253.2	1984 年 11 月—1989 年 11 月	43.5
2. 秘 鲁	743.1	1991 年 9 月—1996 年 9 月	—(无法获得,下同)
3. 智 利	689.7	1985 年 3 月—1990 年 3 月	104.2
4. 牙买加	573.9	1980 年 12 月—1985 年 12 月	38.7
5. 韩 国	518.3	1984 年 3 月—1989 年 3 月	-36.6
6. 墨西哥	501.7	1989 年 1 月—1994 年 1 月	-50.9
7. 台 湾	468.1	1986 年 5 月—1991 年 5 月	-12.7
8. 泰 国	430.7	1986 年 5 月—1991 年 5 月	17.0
9. 哥伦比亚	390.7	1989 年 4 月—1994 年 4 月	-52.0
10. 西班牙	381.9	1982 年 10 月—1987 年 10 月	-33.7
11. 印 度	346.1	1987 年 4 月—1992 年 4 月	58.4
12. 芬 兰	336.3	1992 年 9 月—1997 年 9 月	—
13. 奥地利	331.3	1985 年 1 月—1990 年 1 月	-39.7
14. 葡萄牙	329.1	1993 年 4 月—1998 年 4 月	—
15. 芬 兰	291.0	1982 年 9 月—1989 年 9 月	-55.5
16. 牙买加	280.2	1984 年 7 月—1989 年 7 月	10.9
17. 日 本	275.6	1982 年 8 月—1987 年 8 月	-48.5
18. 法 国	262.6	1982 年 3 月—1987 年 3 月	10.2
19. 芬 兰	262.5	1968 年 2 月—1973 年 2 月	-68.2
20. 香 港	261.6	1975 年 1 月—1980 年 1 月	-17.2
21. 荷 兰	256.6	1993 年 7 月—1998 年 7 月	—
22. 挪 威	253.1	1982 年 9 月—1987 年 9 月	-18.9
23. 挪 威	248.4	1992 年 10 月—1997 年 10 月	—
24. 瑞 典	247.1	1982 年 8 月—1987 年 8 月	-36.9
25. 香 港	230.9	1982 年 10 月—1987 年 10 月	-14.6



表 6.4 近期内五年跌幅最大的股票实际价格指数

国家和地区	跌幅(%)	期间(五年)	其后五年内的 价格变化(%)
1. 西班牙	-86.6	1974 年 12 月—1979 年 12 月	0.1
2. 牙买加	-85.5	1973 年 1 月—1978 年 7 月	185.2
3. 委内瑞拉	-84.9	1977 年 5 月—1982 年 5 月	138.9
4. 泰 国	-84.0	1994 年 1 月—1999 年 1 月	—(无法获得,下同)
5. 菲律宾	-83.1	1980 年 2 月—1985 年 2 月	1 000.0
6. 意大利	-80.7	1973 年 6 月—1978 年 6 月	72.6
7. 巴基斯坦	-78.3	1994 年 2 月—1999 年 2 月	—
8. 挪威	-77.1	1973 年 7 月—1978 年 7 月	74.1
9. 牙买加	-76.9	1993 年 1 月—1998 年 1 月	—
10. 菲律宾	-76.6	1969 年 9 月—1974 年 9 月	-40.7
11. 印 度	-74.6	1962 年 8 月—1967 年 8 月	0.7
12. 英 国	-73.5	1969 年 12 月—1974 年 12 月	81.5
13. 南 非	-73.4	1981 年 4 月—1986 年 4 月	16.6
14. 哥伦比亚	-73.3	1971 年 7 月—1976 年 7 月	-24.8
15. 哥伦比亚	-72.7	1979 年 7 月—1984 年 7 月	-36.9
16. 智 利	-72.6	1980 年 6 月—1985 年 6 月	587.9
17. 菲律宾	-72.2	1976 年 4 月—1981 年 4 月	24.4
18. 芬 兰	-71.3	1973 年 10 月—1978 年 10 月	99.0
19. 韩 国	-68.3	1993 年 6 月—1998 年 6 月	—
20. 葡萄牙	-67.9	1988 年 1 月—1993 年 1 月	222.6
21. 牙麦加	-64.2	1969 年 11 月—1974 年 11 月	-68.9
22. 韩 国	-63.6	1978 年 8 月—1983 年 8 月	375.0
23. 意大利	-62.6	1970 年 1 月—1975 年 1 月	-46.1
24. 法 国	-62.5	1973 年 1 月—1978 年 1 月	5.7
25. 意大利	-62.3	1960 年 9 月—1965 年 9 月	-0.5



从世界范围来看，股价的重大变动十分平常，其中许多变动的百分比，比最近在美国股价变动还要大。来自美国的例子在这些表中竟然一个都没有出现。（我们应记住美国股市在世界上是最大的，并且在百分比的计算中存在近似误差。例如，从1994年4月到1999年4月间，美国股市184.8%的实际上涨幅度几乎进入五年内最大价格上涨之列了。此外，从1973年10月到1974年10月，美国股市44.1%的实际跌幅也几乎登上最大单年度下跌之列。从1932年6月到1933年6月，113.9%的涨幅本应使它有资格登上最大单年度上涨的名单，只不过从大萧条的谷底到开始复苏的这一转变要远早于制作这一表格的时期。）

每一份表格最右边的一栏尽可能地显示出了在股价剧烈变化之后的12个月或5年中所发生的事情。^[2]正如我们所看到的，在接下来的时期里，市场是沿着原有方向变化还是发生了逆转在各国并不一致。在本章末尾，我将说明从这些巨大的股价变化中能够知道些什么。

● 与最大的价格变动相关的事件

与单年度价格变动有关的情况比与五年内有关的情况更容易发现。五年时间足以使导致股市涨跌的因素从公众的注意中消失，它们已被看成一种潜在的发展趋势而不是重大事件。对我们来说，幸运的是，表6.3中显示的25个五年内价格上涨中有14个包含了表6.1中显示出的单年度价格上涨期，而表6.4中显示的25个五年内价格下跌中有11个包含了表6.2显示出的单年度价格下跌期。

有理由证明，其中一些单年度价格上涨看来是正常的价格变化。对变化最大的那些年份来说更是如此：一般都发生了不同寻常的事件。但即使这样，市场也呈现出对一些事件反应过度的迹象。

表中最大的单年度股价上涨发生在1985年12月到1986年12月间的菲律宾，其上涨幅度达到了惊人的683.4%，五年内最大上涨幅度高达1253%。从1984年11月到1989年11月，这五年正好包括了单年度涨幅最大的年份。



从1985年12月到1986年12月的一年时间里，弗迪纳德·马科斯的政权倒台了，马科斯逃到国外，科拉松·阿基诺领导的新政府接管了政权。在股价上涨之前的一段时间里，共产党起义差点让这个国家变成又一个越南。马科斯政府谋杀了科拉松·阿基诺的丈夫。接着街上就有示威游行的队伍。总的来说，这是一段前途未卜的日子。随着新政府的成立，整个国家出现了新的希望：“新时代”似乎就在眼前。并且，从表中也可以看出，这种价格变动在接下来的一年或多年里都没有发生逆转。

你也许会想到，1985年12月，也就是股市高涨前夕，菲律宾股市如此之低的价值是一种负泡沫的结果。的确如此，表6.4中显示的前25位五年内股价下跌中，到1985年时已有3次发生在菲律宾。在令人叹为观止的上涨以前，菲律宾股市的确延续着令人沮丧的纪录。1985年以前的报纸上都在探讨市盈率为什会低到只有4左右。从这一角度看，我们的表中显示出的最大股价上涨幅度只不过是一系列下跌的反弹罢了。

第二大的单年度上涨（1986年10月至1987年10月）和最大的单年度下跌都发生在中国台湾（1989年10月至1990年10月），台湾也产生了第七大的五年内上涨，从1986年5月到1991年5月，和第27大的五年内下跌，从1988年10月到1993年10月。

从1986年10月到1987年10月是台湾投机性增长最快的一年，当时的乐观情绪是出于一些令人印象深刻的“新时代”因素。出口的增加使经济增长率跃升到两位数，人们普遍认为，由于经济进入了飞速发展的轨道，台湾很快就能生产出电脑芯片等高技术产品。全新的富足随处可见：昂贵的外国轿车穿梭于台北的大街小巷，商人们在豪华饭店里一掷千金，喝干一瓶瓶洋酒。即使这样，储蓄率还是非常高，人们都在为未来大量投资。

1987年秋天，在一系列示威游行之后，台湾当局最终废除了1949年以来一直实行的戒严法，并且首次允许成立反对党。那年晚些时候，即1987年9月，当局又颁布了两项历史性的宣言：允许外国投资者在台湾建立公司和自1949年以来首次允许台湾人到大陆探亲。



尽管这些因素可能促成台湾经济“新时代”的到来，但在许多观察家眼中，1986年到1987年的台湾股市仍有着过度投机的气氛，交易额急剧增长，从1987年1月至9月增长了7倍，超过了除日本以外其他亚洲市场的总和。^[3]市盈率达到45，而年初时还仅仅为16。

当时台湾赌风盛行，不仅在股市是如此，在其他方面也有所体现。一种叫做“大家乐”的非法数字游戏在1986年还不为人知，但是突然就让所有人入迷了。它非常流行，以至于“在开奖的日子里，工人旷工，农民也不种地”^[4]。

在耶鲁的一名台湾学生后来向我透露，1987年他还是一个小孩，当时他妈妈就经常让他到股票交易所去观察交易情况，并且回家报告有没有发生重大事件。正是在执行这种监督使命的时候，他开始确信了疯狂投机的存在。

台湾股市上涨并没有立即发生逆转：在上涨最快的那一年之后又继续上涨了一年。但在此之后，我们看到的是台湾股市74.9%的下跌，这也就是表中最大的单年度下跌。

第三大的单年度股价上涨幅度是384.6%，发生于1990年1月至1991年1月间的委内瑞拉。这一次股价上涨是在1989年严重的经济衰退基础上发生的，在衰退期间经济增长率为-8%，失业率为10%，通货膨胀率高达85%。^[5]当时伊拉克占领科威特（从1990年8月至1991年2月）导致了波斯湾石油供应的中断，国际市场上油价迅速上涨，对委内瑞拉石油的需求量也不断上升。这使委内瑞拉出现了一个突然繁荣期。科威特的经历使投资者们认识到了委内瑞拉作为替代不稳定的海湾地区的石油供应者的重要地位。不过这似乎并不能合理地解释委内瑞拉股市窜升的原因，因为海湾石油停止供应的可能性在侵略发生以前就已经被估计到了。卡洛斯·安德雷斯·巴雷兹总统警告说“委内瑞拉正生活在一个完全人为的经济中”，它仅仅依靠油价上涨为支柱。^[6]尽管如此，股市还是猛升了。股价增长势头在第二年中并未发生改变，但是到1993年1月，委内瑞拉股市就已经失去了在1991年所拥有的价值的60.3%，到1999年1月已失去了82.0%。



第四大单年度价格上涨幅度为 360.9%，发生在 1992 年 8 月至 1993 年 8 月的秘鲁。在 1992 年 4 月股市下跌之后，当时奥尔伯托·富基莫尼在同“光辉道路”游击队的长期内战中攫取了独裁权力，解散了国会，中止了宪法。但是 1992 年 9 月“光辉道路”领导人被逮捕，到 1993 年 4 月秘鲁就恢复了民主，结束了导致 27 000 人丧生的长达 14 年的游击队暴力。1990 年通货膨胀高达 7 000%，经济增长率为负值，到 1993 年时通货膨胀就得到了控制，经济也开始出现正增长。一种奇妙的“新时代”感无疑已经出现——不过一年中股价上涨了四倍又让许多人怀疑这种增长是否有些过热。市场在次年中还略有上升，但随后就失去了一小部分价值。到 1999 年 1 月，市场实际水平比 1992 年至 1993 年间要低，但只低 8%。在我们所有的例子中，秘鲁的股市上涨看来最不像投机性泡沫：它是受到了真正正面的、基础原因方面事件的促进。

从 1991 年 4 月至 1992 年 4 月，印度股市的上涨在表 6.1 中排在第 11 位，正好始于拉吉夫·甘地遇刺从面结束了尼赫鲁家族 38 年的统治之时。甘地的继任者立即任命曼莫汉·辛吉，德里经济学院的一位教授为财政部长，新政府宣布了一项被认为是脱离了社会主义的放松管制计划，国外投资开始进入印度。辛吉提出了一项对金融资产免征财产税的预算计划。此前，公司经理们总是尽可能压低股价以避免上税，而现在他们开始鼓励股价上涨。这份预算计划还减少了对新股价格和上市时间方面的限制。

这些改革措施无疑为股市上涨提供了充足的理由，但是许多人都认为这种增长过热了，而且政府也对过度投机提出了警告。这也是许多人尝试操纵股价的时期。孟买的一位股票经纪人哈沙德·曼赫塔的计谋在 1992 年股市达到峰值以后造成了一起全国性丑闻。他创造了“漩涡效应”，即买入股票然后压低价格卖给兄弟机构，再从已经缩小的股票总量中买入，因而推动价格上涨。^[7]1992 年印度股价的上涨现在被称为“曼赫塔高峰”，的确是一次高峰，因为股市在第二年下跌了 50.3%。

在这些案例中，一定有某起或一系列市场外的因素促成了一个真



正的新时代的开始。即使有人认为市场对这种事件做出了过分的反应，但也很难确定就是如此。而且，在其他一些股价大幅度上涨的市场中，就没有这样一些似乎合理的解释，因此媒体的阐释就集中于对长期过程或市场心理的解释上。

例如，在1985年5月至1986年5月的意大利股市上涨中，股市实际上升了166.4%。据报道，经济稳定增长，通货膨胀率低，贝蒂诺·科拉克斯总理的政府十分稳定并受到拥戴。但是这些都不能算真正的新闻。一家意大利报纸援引一位分析家的话说：“没有解释……每个人都发了疯，仅此而已。企图理解、阻止或是指导都是徒劳的。”^[8]伦敦的《金融时报》说：“一种狂热席卷了意大利，众多初次投资的小股民们像买彩票一样将钱抛入股市。”^[9]次年，意大利股市实际价值下降了15.7%，到1992年9月，股市已失去了它在1986年时实际价值的68.0%。

与此同时，在法国，投资者无缘无故地对市场产生“热爱”^[10]，使许多观察家大吃一惊，因此，法国股市也凭借从1982年3月至1987年3月262.6%的实际上涨幅度而进入了我们的列表。那种认为法朗西斯科·米特兰德统治下的法国政府正在偏离其社会主义原则的“新时代”似乎不足以解释此次股市暴涨的原因。相反，如果真有新时代存在的话，在许多观察家看来也仅仅与市场心理有关。也就是说，法国投资者以崭新的热忱拥抱自由的市场。在这一充满热情的时代之后到来的是1987年世界范围内的股市猛跌，它也使法国市场遭受了打击，虽然在其后五年即1987年3月至1992年3月间仍取得了10.2%的增长。有趣的是，法国市场从那时开始呈上升趋势，从1992年到2000年之间，法国实际股价的增长几乎同美国一样显著，一样令人难以捉摸。^[11]

● 新时代的终结和金融危机

前一节中所描述的非同寻常的股价上涨导致了各种各样的结果，随之而来的经常是大反转，但也并不总是如此。是增长本身为其毁灭



埋下了种子，还是其他原因导致了增长的终结呢？

牛市的结束经常是由与股市中非理性繁荣无关的具体事件引起的，其中较为引人注目的是金融危机，例如银行和汇率危机。然后这些事件就成为了分析的焦点，因为它们通常比股市危机有着更加确定的原因。这样看来“新时代”的终结仅仅起源于技术原因，而不是心理或社会的原因。

1994 年墨西哥危机看起来像是表 6.3 中第六大的五年内股价显著上涨的后果。这次危机的成因十分复杂。分析家们认为，这是投资者竞相抢购，然后又拒绝接受墨西哥政府的美元短期债券的结果。投资者知道，如果很多人都卖比索的话，墨西哥政府没有足够的美元储备来支持汇率。虽然这一认识本身不一定会导致货币贬值，但是如果公众坚信贬值迫在眉睫，那么它就在事实上导致了贬值。当然，贬值本身并不是一件坏事，事实上它还可能是墨西哥经济所需要的推进剂。但是紧接着到来的是投资者不再信任并且拒绝投资新的美元债券。这样由于墨西哥政府无法再出售新债券，也就不能兑付已到期的旧债券。幸运的是，墨西哥政府得到了一项国际贷款的援助，使它最终偿付了债务，经济危机也因此迎刃而解。

然而，请注意——尽管我们已经发现问题的根源与此有关，尽管墨西哥经济危机持续时间不长，尽管有国际贷款帮助墨西哥解决这一问题——到 1999 年中期，墨西哥股市仍比 1994 年的峰值低 50%。在这段时间里，公众对墨西哥股市的态度发生了根本性转变。1994 年危机之前，在沙里纳斯政府统治下，达成了北美自由贸易协议，墨西哥获准加入了经济合作与发展组织，看来似乎存在一种无懈可击的高涨的“新时代”感觉，人们对墨西哥的未来也充满信心，但在危机之后这些都烟消云散了。

1997 年至 1998 年的亚洲金融危机也不仅仅是股市的危机。它包含了汇率和银行系统的危机，并且又一次吸引了分析家的注意力。但是，从表 6.3 中可以看出，在这次亚洲金融危机发生之前出现了许多大幅度的五年内股价上涨，并且大大早于汇率和银行系统的危机。日本股价从 1982 年 8 月到 1987 年 8 月上涨了 275.6%，香港股价从



1982年10月到1987年10月上涨了230.9%，韩国从1984年3月到1989年3月上涨了518.3%，台湾从1986年5月到1991年5月的涨幅为468.1%，泰国的同期数字为430.7%。这些价格上涨大多出现于1982年至1987年间，因为此时世界经济正从1981年的大萧条中复苏。到1996年12月，所有这些国家和地区的股市已经从高峰降了下来，而那时还未出现亚洲金融危机的迹象。看起来，这些国家和地区中的投机性泡沫的破灭要早于危机的发生，并且也是产生危机的因素之一。然而当危机最终到来时，有关股市和公众信心的情况都只被一带而过，人们的注意力都集中在了汇率、外资的突然撤走、银行系统的问题以及通货膨胀和劳动力问题。

这些与金融危机有关的情况说明了吸引经济和金融分析家注意力的一些复杂因素，其中每一个都似乎都能对事件做出恰当的技术解释。我们可以对这些因素加以讨论，并将注意力从反映在投机价格上的公众意志的变化上转移开。其结果是，隐藏在投资者对新闻的过度反应以及价格进一步上涨的反馈机制后而的事件往往被忽略了。

● 上涨（下跌）的通常会下跌（上涨）

我们无从证明这些事件背后都存在有过度投机的观点。你可以说，从市场上涨时所能获得的证据来看，投资者们提出来的解释自己行为的原因是合理的，并且用“新时代”理论预测未来并不是一无是处。不过，你也可以问问价格变动是否常常发生逆转。平均起来看，如果价格增长是可以逆转的话，我们就可以有证据证明，这些原因并不合理。

我们的表格中的数据确认了由威纳·德·邦德特和理查德·沙勒首先得出的结论：赢家股票——如果赢家地位是由较长的时间段，例如五年来衡量的话——通常都在同样长的下一个时间段中表现就不好，输家股票——如果输家的地位是用同样长的时间段来衡量的话——则通常会在同样长的下一个时间间隔中表现良好。^[12]

从表中数据我们发现，表6.3中有后五年数据的17个国家和地



区里，有 11 个在经历了五年大幅度股价上涨后出现了下跌，并且所有 17 个国家和地区的平均股价下跌了 3.9%。^[13]同样，表 6.4 中有后五年数据的 16 个国家和地区里，有 15 个在经历了五年大幅度股价下跌后出现了上扬，并且平均上涨了 121.9%。因此，我们发现了五年股价在另一个五年中发生逆转的趋势，这一趋势虽然还不完美，但已经具有了重大的价值，对上涨和下跌都是如此。

当表 6.1 和表 6.2 中的单年度股价发生变化时，我们发现，这种逆转的趋势并不十分明显，正如过去对单个股价的讨论所预期的那样。在表 6.1 里有后一年数据的 18 个国家中，有 9 个（50%）在单年度大幅上涨之后又经历了下跌，变化的方向是在涨跌之间平均分布的，总的平均变化趋势是上涨了 11.4%。在表 6.2 中，有后一年数据的 21 个国家和地区里，有 14 个（67%）在单年度大幅下挫之后又经历了上扬，平均股价上扬了 10.7%。如果要观察这些极端的股价变化发生逆转的话，12 个月的时间还不够。

单个国家和地区的股价先是剧烈上涨然后又逆转的趋势在未来很可能会减弱。随着资本流动更加自由，越来越多的跨国投资者通过买入价格偏低的股票或抛出价格偏高的股票来赢利，市场将会变得更加稳定。即便如此，这些趋势也不会很快消除这种变化的可能性，特别是对那些偶发性的大国事件或世界性事件就更是如此，与之相伴的获利机会总是很难扩展。无论现在还是将来，都不可忽视大范围投机性泡沫出现的可能性。

在这一节中，我们探讨了不同历史时期人们对股价变化做出的各种解释，也看到了证明这些文化因素的证据。最终，从这些证据中所能得出的结论还要取决于对人的本性的看法以及人们做出前后一致的独立的判断的能力。为了巩固对这一论证的理解，我们将在下一章中转入对心理因素的研究——人类独立行为或默许别人行为，同意或不同意、自信或自我怀疑以及专心与不专心的趋势。这些趋势将会影响我们对投机性泡沫的看法的正确性。



第三篇

心理性 因素



股市的心理依托

我们已经看到，股市并没有得到基本面的依托。人们甚至对股市的“正常”水平一无所知，并没有多少人花时间考虑它应该达到什么水平或者今天的股市是否被高估或低估了。那么，是什么决定了每一天的股市水平？什么支撑着股市？是什么决定道琼斯工业平均指数是 4 000 点还是 14 000 点？是什么最终限制了使投机价格变动扩大的反馈？为什么股市会在稳定在一个特定区域的情况下突然发生逆转？我们已经看到了部分答案，但是要理解股市价格运动的基础，我们必须转向心理学。

在考虑来自心理学的启示时，必须注意，关于投资心理的许多流行报道并不可信。这些报道将投资者们说成在股市繁荣时欣喜若狂，在股市暴跌时诚惶诚恐。在繁荣和萧条时，投资者们都被描述成盲目顺从牧羊人的羊群，没有自己的思维。从这些“流行”的心理学理论角度看，公众对市场“理



性”分析的认可似乎是对的。

我们都知道，大多数人在发生金融波动期间要比上述这些报道所显示的更为明智。对大多数人来说，金融繁荣或萧条并不像战斗胜利或火山爆发那样煽情。事实上，在最重大的金融事件发生时，多数人都忙于个人事务而无暇顾及。所以，很难想象市场作为一个整体会反映出这些心理学理论所描述的情绪。

然而，严谨的心理学研究显示，的确存在一些充当股市依托的人类行为模式，如果股市完全是理性的，这些因素就不会被发现。这些行为模式并不是人们无知的结果，而是人类智慧的产物，反映了它的长处和局限。投资者总是努力去做正确的事情，但是当无法把握自己行为的准确性时，有限的能力和特定的行为模式就会决定他们的行为。^[1]

在此，我们将考虑两种心理依托：数量依托，它给出股市应达到的水平，人们以之为标准来衡量股市是定价过高还是过低以及是否应该买进；道德依托，它决定促使人们购买股票的原因，人们应该购买股票还是将已投入（或能投入）股市的财富转向其他用途。根据数量依托，用数字衡量价格，即确定股票（或其他资产）是否定价正确。根据道德依托，将主张投资于股市的情感或直觉力量与他们的财富和当前的消费需求相权衡。

● 股市的数量依托

调查问卷的设计者都知道，人们给出的答案往往会受到调查问卷本身给出的暗示的强烈影响。例如，当人们被问及，收入属于哪一个数量范围时，答案就受到了给定范围的影响。这些范围也就成为答案的依托。

心理学家已经证明，人们在模棱两可的情况下做出的决定往往会受到身边因素的影响。当你必须做出估计，而又不知道该说什么好时，会选择此时出现在面前的任何数字。心理学家阿莫斯·特弗斯基和丹尼尔·卡赫尼曼在一次幸运轮实验中清晰地证明了这一倾向：一



个很大的轮盘上面有从 1 到 100 的数字，与电视中的轮盘机相似，转动起来后会随机地停在一个数字处。测试者们需要回答问题，答案是从 1 到 100 之间的数字，比较难的问题有“联合国中有多少个非洲国家”等。他们首先要回答，答案是高于还是低于幸运轮刚才产生的数字，然后才说出确切的答案。这一实验表明，答案受到了幸运轮产生的随机数字的深刻影响。例如，如果幸运轮停在 10 处，测试者回答的非洲国家数量的平均值为 25，但是如果幸运轮停在 65 处，平均值就会变成 45。这一实验特别有趣的地方在于，所有测试者都清楚地知道，轮盘产生的数字是随机的，并且也不会对测试者产生任何情绪影响。^[2]

在判断股票的价格水平时，最可能的数量依托就是记忆中离现在最近的价格，因此使股价日复一日地趋同。其他数量依托有过去的股价，这一点也就成为股价发展势头会被逆转的原因之一。另外还有道琼斯股指在最近达到的顶峰和最近的整体水平，投资者对这种数量依托的使用会有助于解释非同寻常的行为。过去的价格变化可能也会成为数量依托，如果人们的注意力转移到这里的话。回想一下，在第四章中我们曾提到，1987 年 10 月 19 日的股市在下跌的百分比上与 1929 年 10 月 28 日至 29 日的下跌几乎一致，而这次下跌的情况在 1987 年常常被提及。

对单个股票来说，价格变化往往会以其他股票的价格变化为依托，市盈率也会以其他公司的市盈率为依托。这种联系有助于解释为什么不同的股票会一起涨跌，为什么股票指数会如此多变——为什么已考虑在指数中的股票平均值并不能有效地消除其波动性。^[3]它可能也会解释为什么不同行业但总部设在同一国家的企业比同一行业但总部设在不同国家的企业有着更加相似的股价变动趋势，这一点与人们通常认为的行业比总部位置更能影响企业基本面的观点恰恰相反。^[4]它也许还能解释，在股票交易所中交易的房地产信托投资基金为什么表现得更像股票而不遵从商业房地产的价值。^[5]金融市场中出现的这些非正常现象实际上都可以用人们倾向于参考方便的数字的数量依托来做出简单的解释。



● 股市的道德依托

有了道德依托，人们在保持投资以及将财富用于消费的需要二者之间做出的取舍会对股市产生重要影响。股市无法涨到太高的水平，并不是因为人们知道内在的“正常”水平是多少或者什么水平会太高。相反，如果市场涨得太高的话，人们在股市中拥有的财富数量与当前生活水平之间的差异就会使他们不再继续持有股票。可以从一个极端的例子中理解这一现象的本质。假设，与事实相反，股市心理让股市水平上涨，使得大多数持股者都成为百万富翁——仅仅是纸面上的。那么，除非继续持有每种股票的理由十分强烈，否则人们会愿意过百万富翁般的生活，并且会卖掉一些股票以换钱花。由于没有买主，这种出售显然会立即压低股价，并且显然没有足够的国民收入来支持如此多的百万富翁。只有在人们认为有充分的理由不去尝试消费新近获得的财富时，股市才会达到奇高的水平。

这种道德依托的根源在于心理学原理，即导致人们行为的大部分想法并不是数量型的，而是以讲故事和找原因的形式出现的。这就是为什么，在道德依托的例子中，人们是在将毫无数量基础的故事与所观察到的可用于消费的金融财富数量相比较。这种推理在普通的经济学理论中并未得到解释，但是有大量证据表明，投资者的推理的确采取了这种形式。

心理学家南希·潘宁顿和里德·哈斯蒂研究了陪审员对棘手案件做出裁决的过程，表明了故事在决策中的重要性。他们发现了陪审员通过审理的复杂事件分析的方法：构建一个故事，将与案件有关的已知细节整理成连贯的一串事件。在陈述裁决时，他们往往不会谈及数量或概率，也不会总结证据的重要性，而仅仅将案件当做故事来讲述，通常是罗列事件的前后顺序，并且努力证明故事如何严密，内容如何连贯一致。^[6]

类似地，那些向公众出售股票的人通常也会讲一个与股票有关的故事，生动地描述企业历史、产品性质以及公众如何使用这种产品。



这种叫卖一般不会涉及对数量和概率的讨论，也不涉及从未来分红和收益来看目前股价是否处于正常水平。数量因素与人们自然形成的基于叙述的决策过程显得有些格格不入。

从根本上说，人们都对赌博感兴趣，虽然在不同文化中有不同的形式^[7]，这种兴趣在投机性市场中也是如此。虽然有很大概率是不利于赌博的，赌博的部分吸引力明显与基于叙述的思想有关。如果你听见赌博者的谈话，就会发现他们通常是在讲故事，而不是评价概率，并且这些故事中所体现的概率往往比数量概念有着更加实际的意义。赌博者使用的是与概率理论家完全不同的词汇，他们爱使用运气或幸运日这些词，而很少使用概率或可能性这些词。他们的输赢，在最好或最坏运气之前出现的一连串事件，以及押上好注的直觉力都有故事可讲。这些故事为事实上完全随机的事件增加了含义。^[8]

我们注意到，雇员们通常有投资于本企业股票的倾向（指雇用他们的企业发行的股票），即使将投资分散化会更符合其利益。在大规模的退休储蓄计划中，约有1/3的财产投资于公司股票，在一些公司如可口可乐内，这一比例达到了90%。^[9]这种投资于公司股票的趋势与投资者受到故事的影响是一致的：他们了解更多的是本公司的故事，因此投资于本公司的股票。

人们似乎也想为决策找到简单的原因，好像他们感觉需要用简单方式解释这些决策一样——不是向别人，就是向自己。对解释决策的简单原因的需求类似于在决策背后对故事的需求，故事和原因都是能够口头传递给别人的简单推理。

心理学家阿尔德·沙里夫、伊塔曼·西蒙森和阿莫斯·特弗斯基通过实验证明了一种效应的存在，这种效应似乎表明，人们往往试图寻找一些简单的原因来作为决策的理由并因而导致了决策的偏向。他们让测试者在两个选项中做出选择，其中一项是“贫穷”，没有明显的正面或负面特征。另一种选择是“富有”，带有鲜明的正面或负面特征。在这项实验中，要求测试者选择他们要将孩子交给什么样的家长看管。家长A，也就是“贫穷”的选项，“收入一般，健康一般，适中工作时间，与孩子相处较融洽，社交生活相对稳定”。家长B，



即“富有”的选项，“超过一般水平的收入，与孩子关系紧密，社会生活极其活跃，出差多，健康问题少”。实验证明测试者的选择取决于对他们提问的方式。当被问及愿意选择谁看管孩子时，64%的被试者选择了B。当被问及不愿意选择谁看管孩子时，另一组测试者中又有55%的人选择了B。这两组给出的答案在逻辑上是说不通的，但是都符合人们需要为决策寻找一个牢靠的理由的现象。心理学家发现，即使在进行纯属个人的不用向别人解释的决定时，这种趋势也会发生作用。^[10]

持有股票或其他投资的原因不仅可以是实际的，也可以是道义的。我们的文化可能会从我们作为负责任的、聪明的或正常的人等方面为持有股票或其他储蓄手段提供解释。《隔壁的百万富翁》——1996年的一本畅销书，就宣称美国大多数百万富翁并不是特别能挣钱，只不过是善于攒钱罢了：他们是不为每年一辆新车、一幢洋房或其他金钱陷阱所动的普通人。^[11]这本书不仅仅是对百万富翁的有趣的研究，它还潜移默化地暗示了那些在一生中拥有并不断积累财富的人的道德优越性，因而为节省和投资提供了引人入胜的理由。这本书没有讲到对市盈率的分析，也没有谈及任何具体的投资建议，似乎这些都无关紧要。相反，它谈到了许多成功而又节俭的人的故事，其中许多人都是在最近的牛市中才发达起来的——这些故事细致而生动，很能打动读者的心。那些不会将财富兑现并用于消费的百万富翁的故事恰好为延续当前的牛市提供了不可或缺的道德依托。

● 信心过度和直觉判断

在判断这些心理对股市的重要性时，应该记住，人们在信仰上似乎有走向信心过度的强烈趋势。人们往往会在别人认为他不该有信心的一些事情上采取行动。

人们认为他们知道的总是比实际的多。他们喜欢对自己一无所知的事情表达观点，并在这些观点的指导下采取行动。我们不时能发现身边的一些“万事通”。不过，心理学家仔细地描述了这种走向信



心过度的倾向及其普遍的内在含义。

心理学家巴鲁契·弗契霍夫、保罗·斯洛维奇和塞拉·里琴斯顿指出，如果让人们回答一些简单的事实性问题（例如两本流行杂志中哪一本发行量大，或者死亡的两种常见原因中哪种更经常发生），然后再问他们的答案正确的概率，他们常常会高估答对问题的概率。当人们确定自己正确时，其正确率实际上只有 80% 左右。^[12]

这一结果成为心理学家们争论的焦点，信心过度现象还没有被证明是普遍存在的。在实验条件下，人们有时可以通过训练摆脱信心过度状态。^[13]但是信心过度的一些基本趋势似乎是人类根深蒂固的特征：人们总是倾向于信心过度而不是信心不足。我发现，当我采访投资者时信心过度是明显存在的，他们似乎是在表达过分强烈的观点并且匆匆做出总结判断。

长期以来，心理学家们都在探究为什么人们看起来总是信心过度。一种理论认为，在评价其结论的正确性时，人们往往注意到其推理的最后一步是正确的，全然不顾推理中其他部分可能的错误。^[14]另一种理论认为，人们是通过寻找其他已知事物的相似性来判断概率的，但他们忘记了还有许多评论可以加以比较。^[15]信心过度的原因还可能与事后聪明有关，即如果某人当时在场或注意到某事的话，他就会在实际情况发生之前就得知有关情况。^[16]事后聪明使人认为世界实际上很容易预测。

信心过度与投机市场有关的另一因素是异想天开。当谈及人们对投资情况的好坏和自己做投资决定的直觉时，往往是他们内心深处的想法——也就是无需向别人解释的想法。被心理学家称为“异想天开”或“准异想天开”的思维模式很可能会发挥作用。人们偶尔会感到某些行动会让他们得到好运，即使这些行动实际上对运气并无任何帮助。

人们有时会在一些并无逻辑的想法的基础上做出一些严肃的决定。人们在一块还未掷的硬币上下的赌注要大于在已经掷过的硬币（结果还未公布）上下的赌注。在被问及人们要多少钱才愿意转让已持有的彩票时，如果是自己挑的数字，他们说出的价格会高四倍以上。很明显，人们认为在某种程度上他们能影响还未投掷的硬币，也



能通过选择数字影响赢得彩票的可能性。^[17]

从这些实验结果来看，很清楚人们会这样想，至少在直觉层次上这样想：“如果我买了一种股票，它不久就会上涨。”或者“如果我买了一种股票，别人可能也会买，因为他们的想法和我一样”。或者“我最近手顺，我运气好”。这些想法可能会导致促使投机性泡沫形成的信心过度。

信心过度的另一表现形式是，人们在不确定的情况下，假定将来的模式会与过去相似并寻找熟悉的模式来做出判断，并且不考虑这种模式的原因或者模式重复的概率。人们判断中的这一不正常现象，称为启发性代表因素，这在心理学家特弗斯基和卡赫尼曼的许多实验中得到了验证。

例如，这些研究者让人们从一张写有人名和个人特征描述的列表中猜测这些人的职业。如果给出的特征是艺术性和敏感，他们就会选择指挥或雕塑家，而不会猜工人和秘书，完全不考虑从事前两种工作的人极少，因而成为答案的可能性也就很小。^[18]在回答这类问题时，永远不猜指挥或雕塑家这类职业会更为明智，因为其出现的概率太小。人们都将目光投向最符合特征描述的职业，而全然不顾出现的概率。

经济学家尼古拉斯·巴贝里斯、安德雷·谢雷弗和罗伯特·威西尼将启发性代表因素发展成为消费者的选择性信心过度和预期反馈环的心理学理论。他们认为，当投资者看见股票价格向同一方向移动了一段时间之后，他们就会逐渐认定，这一趋势就是从其他经济数据中发现的许多趋势中的代表。根据保守主义的心理学原则，人们改变意见总是很缓慢的。因此，投资者们要过一段时间才能认为，这一趋势将会继续。启发性代表因素和保守主义原则之间的相互作用决定了投机反馈进程的速度。^[19]

信心过度，无论是怎么产生的，都是提高投机市场交易额的根本因素。在没有信心过度的情况下，你会认为金融市场中的交易会非常冷清。如果人们是完全理性的，那么一半的投资者会认为其交易能力处于平均线以下，并因此不愿意同另一半人进行投机交易，因为他们认为，另一半人将会在交易中支配他们。结果，平均线以上的一半投



资者也就没有人来进行交易了，从理想状态上讲，这时也就不会再有出于投机原因的交易了。^[20]

判断中的信心过度有时会让人相信，他们知道市场在什么时候会发生变动，即使他们都理智地相信股价是不可预测的。在 1987 年 10 月 19 日股市狂泄之后，我随机对投资者进行了调查，我问他们：

“你认为在 1987 年 10 月 19 日知道什么时候会发生反弹吗？”在那天购买了股票的个人投资者中，47.1% 的人回答说是；在机构投资者中，47.9% 回答说是。也就是说在那天进行了交易的投资者中，近半数的人知道股市当天会发生什么。我认为这是值得注意的。即使在所有个人投资者中，那天大部分人根本就没有交易，但也有 29.2% 的人对这个问题回答说是；在所有机构投资者中 28.0% 回答了是。

为什么人们会认为知道股市在某一天会发生什么，特别是在这么混乱的一天？认为会知道这些变化的看法与股市的不可预测性的最基本论述直接对立，它与很难确定准确的股市时间表的传统观点也是相对立的。相当多的人并不总是坚信股市从来不可预测。

这次问卷调查的下一个问题是：“如果回答是的话，是什么让你认为知道什么时候会发生反弹的呢？”出人意料的是这些回答都没有牢固的根基。人们提到了“直觉”、“内心想法”、“历史证据和常识”或者“股市心理学”。人们很少提到具体的事实或明确的理论，即使在机构投资者中也是如此。

这些有关市场未来前景的直觉性认识对股市狂泄的过程有极其重要的影响，因为正是这些直觉判断形成了阻止股价进一步下跌的基础。要理解投机性泡沫，无论它是正向还是负向的，我们都必须认识到人们直觉判断中的信心过度发挥了根本性的作用。

● 依托的脆弱性：考虑未决定的困难

我们讨论了依托导致了市场日复一日的稳定，但也必须解释依托偶尔的松弛——或突然松弛的可能性。股市会发生急剧变化。市场不时让人吃惊的原因在于，新闻事件会对人们的推理产生无法预期的作用。



心理学家沙弗和特弗斯基描述了一种他们称为非连贯性推理的现象：一种无法通过假设已知未来事情的结果来做出决定的推理。据沙弗和特弗斯基说，在事件实际发生之前，人们都无法决定。当玩逻辑游戏如国际象棋的时候，我们必须思考未来应付对手时所应做出的决定。人们学会思考，“如果我走这里，她就会走这里或那里，如果她走这里我就没事，但如果她走那里我就会处境困难……”也就是说，人们学会通过某一决定的各个相关枝节来进行思考。在日常生活中，我们有时也会用在这类游戏中所学到的方式来进行思考。但是现实世界中的决策往往被情感和缺乏确定的目标所遮蔽，因此，人们并不总能像事先想好的那样行事。

沙弗和特弗斯基将学生们在知道是否通过了一次重要考试之后决定是否要去夏威夷度假作为例子。面临这样一个选择时，学生们都努力寻求对这一选择的感觉。通过了考试的学生会想，“我要把度假作为庆祝和回报”。没有通过考试的学生则会想，“我会把这段假期作为安慰，在考试失败之后恢复情绪”。一些学生无论考试是否通过都将去度假。如果做事有逻辑性的话，那些在两种情况下都会去度假的人应该会在考试之前就安排好了假期，因为他们知道考试结果与像出的决定无关。但是这些人有时在知道考试结果之前会很难做出选择。在考试之前，他们并不能完全预料到度假的情感动因，因而不能心安理得地将自己与它联系起来。^[24]

虽然这一例子中，人们面临的困难在于确定他们自己将来的感觉，这与国际象棋中决定简单事实的问题是不同，但在现实中有关投资的决定很可能与是否度假的决定一样有诸多感情成分。

因此，新闻故事对股市的影响与我们对新闻的感觉之间的关系，有时要比它与我们对新闻的逻辑反应之间的关系要更紧密。那时就可以做出在得知新闻以前不可能的结论。心理依托的崩溃之所以如此难以预料，部分原因就在于：人们只有在价格变化之后才能够搞清楚他们自己的感情和意愿。

股市的心理依托与我们意识的最深层次中最奇怪的东西相联系。此种依托时而跳跃，时而蹒跚，最后的结果往往让我们吃像不已。我



们在本章中讨论了解释这种依托的一些心理因素。但是只有当同样的思想进入许多人头脑中时，这种依托才会在整体上对市场产生作用。在下一章中，我们将转而讨论思想的社会基础：从众行为倾向和思想传染。



从众行为和思想影响

一项针对人类社会进行的基础观察得出这样的结论：定期进行沟通交流的人的想法会很相像。时代精神无论何时何地都会存在，重要的是我们要明白这种思考方式的相似性从何而来，这样才能判断出投机性波动理论把价格波动归因于错误的论断是否可信。如果成百万的投资人都真的彼此独立，那么任何错误想法所造成的后果就会相互抵消，也就不会对价格产生什么影响。如果大多数人的想法是非理性的或并不是那么机械，而且这些想法又都相似的话，那么它们就足以成为股市兴衰的原因了。

处于相同时期的人们会做出相似的判断，部分原因是由于他们是在对相同的信息（大家都能获知这一信息）做出反应。但像将在这一章看到的一样，对公共信息做出理性反应并不是人们思考相似性的惟一原因。而且，公共信息也总是得不到适当运用或合理解释。



● 社会影响与信息

备受推崇的社会心理学家所罗门·阿什在 1952 年公布过一个实验。对于这个实验，他的解释（这个实验还被其他许多人解释过）是：它表明了社会压力对个人判断的影响十分强烈。当他的论文发表时，公众正对一些问题普遍感到迷惑不解，比如德国的纳粹竟有能力让人服服帖帖地去执行对犹太人和“其他不受欢迎”的（劣等）人种进行大规模种族灭绝的命令。各媒体广泛引用阿什的发现，把它当成科学依据来证实人们不能做出完全独立的判断。直到今天，他的实验结果还为人所引用，而那些发现了这种解释有严重缺陷的人却已被淡忘了。

在他著名的实验中，阿什让实验对象加入到一组人当中。除了实验对象，这个小组中还有七到九个人与实验对象都素不相识，但却是阿什的“同党”，并已从他那儿得到了如何协助实验的指示。整组人被要求按顺序回答 12 个关于线段长度的问题。这些线段是画在卡片上的。实验对象在当众给出自己的答案之前，会先听见其他大部分人的答案。问题的正确解答是显而易见的，但那些协同实验的人故意把 12 个问题中的 7 个答错。看着大家无一例外地给出似乎是相当明显的错误答案，有 1/3 的实验对象会屈从并给出同样的错误答案，而且常常会表现出焦虑或苦恼情绪。这说明因为害怕被看成是另类或是傻瓜，他们的判断受到了动摇。^[1]

阿什把实验结果解释为实验对象是受社会压力的影响才有如此举动。这种解释也许确有可信之处，可后来证明，这些实验对象并不主要是因为压力才给出了错误答案。在阿什宣布了他的发现的第三年，心理学家摩顿·道奇和哈罗德·吉拉德公布了另一个实验。它是阿什实验的翻版，不同之处在于，实验对象被告之，他们是被“匿名”安排入一组人中的。他们以前从未见过那些组员，以后也不会见到。那些组员的回答也只能通过电子信号间接得知（实际上根本没有这么一组人）。实验对象不用在众目睽睽之下回答问题，只要按钮就行了。这样他们就不必面对来自队组的压力。除了这一点，实验的其他部分



还是按阿什曾做过的那样进行，结果，实验对象给出的错误答案几乎和以前那个实验一样多。^[2]

道奇和吉拉德的结论是，之所以在阿什实验中实验对象给出的答案大部分都是错的，是因为他们简单地认为，不可能其他所有人都是错的，与其说他们只是害怕在一群人之前表达一个相反的观点，倒不如说是在对一条信息做出反应，即他们做出了和大部分人不同的判断。他们在实验中的行为是出于一种很理性化的考虑：在日常生活中，我们知道，在涉及一些简单事实的问题上，当大部分人都做出相同判断时，那么差不多可以肯定，他们是正确的。阿什的实验对象之所以产生了焦虑和苦恼情绪，部分原因可能是来自他们自己的结论，那就是自己的感觉多少有些不可靠了。

还有一系列与从众行为密切相关的实验也被广泛引用，这就是斯坦利·米尔格拉姆在权威权力方面进行的研究。在米尔格拉姆的实验中，实验对象被要求对一个坐在旁边的人施行电击，这个受电击的人仍是一个协同实验者，与实验对象素不相识。事实上，根本没有什么真正的电击，可此人假装做出正在遭受电击而疼痛难忍、痛苦不堪的样子，并表示他非常痛苦，要求停止实验。但当主持实验的人让实验对象接着施行电击，并坚持说电击不会对人体组织造成永久性伤害时，许多人都会按他们的话去做。^[3]

从这些现象可以认为，权威会对人的想法造成的巨大影响。人们的确可以这样理解，但另外还有一种解释。大家都知道，当专家告诉他们某件事没有什么大不了的时候，尽管有时看起来不像他们说的那样，但很可能情况的确如此（事实上值得注意的是，在上述实验中，主持实验的人的确是对的：尽管多数实验对象对所给的理由没起什么疑心，继续施行“电击”确实也不会造成什么伤害）。因此，米尔格拉姆的实验结果也可以这样解释，实验对象之所以那样反应，是因为他们过去知道权威是可靠的。^[4]

从基于信息的解释角度看，阿什和米尔格拉姆的研究还是和以往一样有意义。实验表明，人们乐于信任多数人所持的或者是权威的观点，甚至权威们明显地与理所当然的判断相矛盾时也无所谓。其实这



种行为在很大程度上是很明智且很理性化的。大多数人先前都有过这种经历，当他们的判断和大多数人或某一权威人士的结论相悖时，犯错的总是他们。现在他们已经从中汲取教训了。因此，阿什和米尔格拉姆的实验让我们有了不同视角去看待这种过度信任现象：人们很尊重权威们提出的看法，然后会对这些看法产生近乎迷信的信任感，并把这种对权威的信心转接到自己的判断中去（这些判断也是在权威的观点的基础上得出的）。

根据阿什和米尔格拉姆观察到的现象，就不奇怪许多人在评估股市时会接受他人的判断了。实验对象虽然亲眼看见了卡片上的线段，以及他们身边的人所遭受的痛苦，但还是不能完全相信自己的判断。

● 从众行为的经济理论和信息层叠

当考虑了他人的判断时，就算知道其他人也是一种从众行为，完全理性的人也会参与其中。虽然就个人而言，这种行为是合情合理的，但确切来说，由此产生的从众行为却是非理性的。据说，这种一窝蜂似的从众行为是由信息层叠产生的。^[5]

用一件简单的事说明信息层叠是如何开始的。假设两家仅一墙之隔的饭馆开业了，每个潜在顾客都要从中选一家就餐。这些顾客可能会透过饭馆窗户向内张望一番，然后决定哪一家比较好些，但这样判断并不会太准确。第一位顾客在选饭馆前，只是看了看这两家空荡荡的饭馆，然后根据他所看到的做出选择。但下一位就不但能以他所看到的饭馆门脸（自己判断而得出的信息）为基础做决定，还可以看看第一个顾客是在哪家吃饭来做选择，这就是第一位顾客发出的有关如何选择的信息。如果第二位顾客选择和第一位一样的饭馆，那么第三位顾客就会看到那家饭馆有两个人在吃饭。最终的结果很可能就是所有顾客最后都在同一家饭馆吃饭。但由于在对这两家饭馆进行观察后，没有真正对得到的混合信息细致考虑过，所以最后选的很可能是那家比较差的饭馆。如果所有人都能把他们的第一印象集中汇总，然后大家一起进行一下讨论，也许就能推断出哪家饭馆比较好。但在我



们假设的这种情形中，人们在跟随别人的判断时并没有把自己信息透露给他们，因而无法对彼此获取的信息加以利用。

饭馆的例子以及蕴含其中的经济理论本身并不是一套股市泡沫理论。然而，它很明显与股市行为有关，而且为关于理性投资者如何会被领入歧途的理论奠定了基础。^[6]一直以来都有一个普遍的看法，认为所有投资者通过某种方式对市场真实价值进行表决，并由此确定了价格水平。现在根据上述理论，这一看法很显然是错了。没有人真的在进行什么表决，他们反而是在很理性的选择上不去费时间，自己下功夫对市场做出判断，因而也没有对市场施加任何独立的影响。归根结底，所有这些信息层叠理论就是真实价值的传播与评估信息失误的理论。

必须强调的一点是，这种不能把信息传播给他人的情况在经济理论中可归结为完全理性的行为，没有智力的限制，只有披露信息的限制。但是为了更好地理解金融市场错误定价的有关问题，应该了解人类行为的特征，了解人们处理信息的限制，因为这些与信息传播和潜在的投机性泡沫密切相关。

● 人类信息的处理与口头传播

在几乎完全没有印刷品、电子邮件、互联网或其他任何沟通方法的情况下，人的大脑逐步进化发展。依靠与生俱来的对信息进行处理的能力，人类社会能够征服这个地球上几乎所有的居民。这种能力最为重要的部分就是，把重要事实有效地从一个人传递给另一个人。

在过去的几百万年时间里，人的大脑不断进化，优化了沟通的渠道，产生了一种有效沟通的情感内驱力并培育了这种传播知识的强大能力。正是因为这种情感内驱力，多数人最喜欢干的事就是谈话。看看你的周围，无论你走到哪儿，要是有两个或更多的人呆在一起，又没有干活或睡觉，也没有娱乐的话（但在有些时候，甚至在干这些事时），他们肯定是在聊天。我们这一物种的最根本特征就是不间断地进行信息交流。多个世纪以来，传播速度最快的信息一股都是能对社



会日常生活有所帮助的，比如关于食物来源、危险情况或社会其他成员的消息。

因此，在当今的社会中，热门股票的买进机会，个人财产面对的直接威胁，或者经营某家公司的人的经历这类话题就可能很快成为人人议论的对象。这些话题和我们的祖先所谈论的如出一辙。但是关于一些抽象问题的话题传播得就不那么好了，比如金融数学、资产收益统计或者退休储蓄的最佳水平等。自然而然，这种知识的传播是费劲的、不经常的和不完美的。

● 面对面对交流和媒体传播

印刷媒体、电视与无线电广播等传统媒体在传播思想时神通广大，但在激发主动行为方面就有些束手无策，人与人之间形成互动的交流会对行为产生最重要的影响，特别是面对面或口头交流。

在 1986 年对个人投资者的一项研究中，我和约翰·庞德想要研究人们的注意力一开始是如何转向股票的。我们给一批随意挑出的个人投资者寄去了问卷并请他们对自己最近刚买了其股票的那家公司细加考虑，我们问：“是什么开始引起你对这家公司的注意”，只有 6% 的人确切地答出了几份期刊和报纸的名字，绝大部分回答所说到的来源都涉及人与人之间的直接交流^[7]，即使人们读了许多资料，最能引起注意力和刺激他们采取行动的还是人与人之间的交流。

交易所中市场监督部门和证券交易委员会的工作充分说明了人与人之间口头交流的威力。他们的职责是监察内幕交易活动，为了达到这个目的，他们会报为仔细地跟踪个人投资者间相互交流中所留下的蛛丝马迹。法院的文件中披露了这样一件事。1995 年 5 月，在 IBM 工作的一位秘书受人之托复印了一些文件，在这些文件中提到了 IBM 要兼并莲花开发公司（这在当时还是绝密，IBM 计划要到那年的 6 月 5 日才宣布这一笔交易），然后一连串的口头交流就开始了。很显然这个秘书只把这件事告诉了她的丈夫，一位寻呼机推销员。6 月 2 日，他又告诉了另外两个人：一个是他的同事，他在得知消息的



18 分钟后就购买了 IBM 的股票；另一个是他的朋友，一个计算机技术人员，从他开始，一连串电话又打了出去。在 6 月 5 日兼并宣布的时候，与中心这几个人有所联系的 25 个人根据这条消息投资了 50 万美元，这 25 个人中包括一个做比萨饼的厨师、一个电气工程师、一个银行经理、一个奶制品批发商、一个以前当过老师的人、一个妇科专家、一个律师和四个股票经纪人。^[8]很明显，信息的口头交流速度可以非常快，并且能够在迥然不同的人群之间畅通无阻。

尽管直接的口头交流在全国范围内的传播不如市场变化那么快，可它似乎对促成每天或每小时的股市波动起了重要作用。这次对投资者进行调查的问卷是我在 1987 年股市发生崩盘的一周时间内发出的（这次崩盘在第四章有详细描述）。在这次调查中，我问了他们一些关于口头交流信息的问题。在所有进行答复的个人投资者当中，有 81.6% 说在崩盘同一天的下午 5 点之前，他们就已经得到消息了，因此他们的消息来源并不是当天的晚报或者第二天的晨报，这些投资人得知这一消息的平均时间是东部夏季时间（EDT）下午 1:56。而机构投资者则平均在 EDT 上午 10:32 就已知道这件事了。个人投资者在股市崩盘当天每人平均向其他 7.4 个人讲过市场情况，机构投资者则平均对另外 19.7 个人说过这件事。

面对面的口头交流方式经过了几百万年的进化发展。远古时代，它几乎是人与人之间进行交流的惟一方式；在今天，我们所知的各种沟通渠道中，似乎都非常有利于进行这种面对面的口头交流，在我们的头脑中，特定的交流形式根深蒂固——听到另一个人的声音，看得到他的面部表情，感知其情感，还要处于一种与之相关的信任、忠诚与合作的氛围内。因为在印刷品或电子读物中并不包含这些要素，人们发觉对这些信息资源做出反应更困难，他们在感情上不能把这些信息来源与而对面交流所得到的信息置于同等地位，也无法对这些信息记忆得那么清晰，利用得那么好。这就是我们为什么还要有老师的重要理由，它解释了为什么不能让孩子光是坐下来看书，或者靠计算机辅助教学来学习就行了。

也正是由于这个原因，电视才成了如此强大的传媒工具，它可以



模仿大部分的人与人之间直接对话的情景，看电视恰能激发平时交谈中所经历过的行为——听到声音，看到脸部表情，体会到感情。在电视上做广告的人在宣传产品时，经常再现日常聊天的场景。但现在电视还不是交互式，它所提供的交流方式只是单向的。因此，还并不能像直接的人与人间的交流那样卓有成效。

电话诞生于一百多年前，它也许至今还是进行人与人之间交流的最为重要的传媒，除了缺少视觉刺激外，电话所激发的交流行为极为近似于面对面交流。社会学家和交流方式研究人员发现，尽管电话谈话不如面对面交流那样能看到彼此，也不能在解决矛盾时那样得心应手，但在信息传播与解决问题功能方面，它与面对面交流非常相近。^[9]

20 世纪 20 年代，电话似乎是起起落落、变化无常的股市背后的一种幕后影响力。虽然 1876 年就发明了电话，但它不够经济实用，没有得到广泛使用。后来人们对它做了大量改进，比如在 1915 年发明了长途电话用的真空管扩大器等，这样电话才开始流行起来。到了 20 年代中期，美国平均每人每年要打二百多个电话。整个 20 年代，“经纪人非法活动办事处”和“野鸡股票交易所”遍布各地，通过电话大肆向公众贩卖股票，所用贩卖技巧令人质疑。州级的“青天法”（美国为防止欺诈而制定的股票交易管理法）运作无效，极易让他们钻空子。毫无疑问，电话广泛使用使向公众销售股票也更加容易，结果也为欺诈行为提供了可乘之机。于是美国 1933 年制定了证券法，1934 年制定了股票交易法，第二个法案的生效促成了证券交易委员会的成立。^[10]

今天我们目睹了另一场技术创新的大爆炸，这场以电子邮件、聊天室和交互式网站为主要内容的变革使人与人之间的交流更加轻而易举。这些用于交互式（如果不能说是当面）交流的新型有效的媒体也许会再次起到扩大人际间消息互传的作用。如果没有它们，90 年代人们对市场的狂热也许就不会波及得如此广泛。当然，我们还在学习如何为了公众利益规范使用这些新媒体。

虽然电子邮件与聊天室的出现是通讯技术中发生的意义重大的变化，但我们还不太清楚它们的出现是否比一百多年前电话的问世更加



重要，因为电话可以利用声音的表现力来达到情感上的互通。比起一般的聊天室或者电子邮件，电话也许在激发有效交流方面更出色。

基于计算机的通讯媒体使更接近当面交流的交流方式成为可能。它的不断进步将来毫无疑问会使思想的传通性更强。比如，根据国际数据公司的报告，台式和小型电视会议系统（有了这种系统，使用者虽然相隔很远，但在谈话中还可以看到彼此）现在变得经济实惠，可以大范围使用了。1998 年在世界范围内已安装有 622 000 个终端点。到 2003 年之前，这个数字有望攀升到 4 200 万。^[11]

● 用于口头传播方式的传播模型

流行病学家利用疾病传播的数学理论来预测传染过程和死亡率。^[12] 这些模型也可被用于更好地理解各种信息的传播和支持投机性泡沫的反馈机制的本质。

在最简单的流行病模型中，疾病被认定有一个假定的传染率（即感染人群以这个比率把疾病传播给未受感染人群）和一个假定的退出率（即感染人群以这个比率变为不再处于患病状态，无论他们的情况是痊愈还是死亡）。

如果退出率为零，那么在标出第一个感染者之后，标明受感染人数的标绘图形就会出现一条数学曲线，称为“逻辑曲线”。^[13] 随着这条逻辑曲线，受感染的人口百分比一开始是以感染率上升，虽然增长率一开始几乎是不变的，但记录在案患病人群的绝对数字却是越快越快：当越来越多的人患病时，越来越多的人就会被感染。但当未受感染的人群数量下降时，患病人数的增长率也会降低，尽管固有的疾病感染率并未改变，新受感染的人数增长速度却下降了，因为已受感染的人接触到的未受感染的人少了。最终，所有的人都受到感染，这条逻辑曲线也变平了，比率成为 100%，当然就不会有新病例出现了。

如果退出率大于零，但小于感染率，那么模型就会预测出疾病传染过程的另一个状态：一开始感染者数量会从零升至最高峰，然后再降回零点，在人群百分之百受感染之前，最高峰就会出现。



如果退出率大于感染率，那么疾病就不会开始流行，也就观测不到疾病传染的状况。

流行病学家建设性地利用这些模型去理解疾病爆发的模式。比如通过使用这些模型，他们可以推断出，如果退出率只比传染率高一点，那么一个基本健康的人群就处于某种流行病爆发的危险之中，因为感染率稍有上升或退出率稍有下降，就会失去平衡，倒向新的流行病一方。由此，流行病学家推论出天气变化可能造成传染率上升至高于退出率，因为这种天气变化让人们留在家中，那么他们受传染的概率也更大，疾病流行将由此开始，但开始时绝对受感染人数增长将会很慢。如果在这一例子中，天气很快发生了变化，其结果使感染率又降回原处，染病人数没有增加很多，那么大家就根本不会注意到这一流行病。但如果坏天气一直持续下去，感染率与退出率间的差距拉大，那么流行病就将在所有人中传播开来，变得引人注目。根据此例，流行病学家可利用这个模型预测坏天气持续多长时间就会爆发一场严重的流行病。

相同类型的流行病模型已被用于其他生物学现象的研究，而这些现象也许与金融市场有着某种联系。经济学家阿兰·科尔曼用这些模型勾勒出蚂蚁的行为模式。他注意到，股票市场的价格变化似乎和那些行为模式不无关联。^[14]他通过实验发现，当给蚂蚁的窝边放上两处一模一样的食物时，蚂蚁一般从两处都拿，但一处比另一处拿得多。过一段时间后（在此期间，一直不断对这两处食物加以补充，使得它们总是一样多），蚂蚁的主要注意力就从一处食物转向另一处了。为什么它们不从两处平均地取食物？又是什么转移了它们的注意力呢？科尔曼注意到，蚂蚁都是各自征募其他伙伴去食物源的。在整体上，蚁巢没有统一的指挥。它们通过接触和跟随或者留一条化学踪迹来完成征募。这两种过程便是“蚂蚁版”的口头交流过程了。科尔曼证明了如果征募是随意性的，那么实验观察到的现象就可用一个简单的流行病模型来解释。

在我们考虑股市泡沫时，疾病扩散和蚂蚁行为有理论价值，社会学家已把流行病模型用于预测信息的口头传播过程，使其又与股市的



实际操作有了最为紧密的联系。^[15]信息传播动态过程可能与疾病的传播相似。然而,正规的数学理论在将社会过程模型化时,不如在将疾病传播或蚂蚁行为模型化时那么精确。现在社会学家还没有提供一套成功且具影响力的资料文献。也许数学理论无法精确描述社会过程的现象可以解释为,社会科学模型的基本参数不像在生物应用中那样固定。

将传染病模型套用于观点的散播很少成功,一个原因就是观点的变更率,即传播错误率远远高于疾病传染或其他生物学过程。许多人都会想起孩提时玩的传话游戏。在游戏中,第一个人选择一个简单的故事并在第二个人的耳朵边小声嘀咕,接着第二个人又嘀咕给第三个人,依次进行下去。当游戏链条的最后一个人向大家讲述他所听到的故事时,最初的故事已面目全非,甚至令人捧腹大笑。人与人之间无论转述多简单的事都不会完全可靠。

因此,仅仅凭对信息的纯粹的口头交流是不可能使其影响扩展到整个国家的,即使借助于电话线也不行,因为远在这种情形发生之前,传播的精确性已被破坏了。相反,计算机联机传送却可以是正确无误的。计算机病毒可以在国内以及国际间传播而无任何改变。但是病毒没有改变人们思想的能力,它们不能超越机器。电子邮件使用者能够发送他人的消息或是有效提供网页连接,这些能力使口头交流丝毫不误地进行。并且一些新技术能够将他人的信息作为电话谈话或者电视会议的一部分进行传送,而这些新技术还会再次极大地推进人际间交流的精确性和持续性。

尽管当前所发生的人际间交流具有非精确性和易变动性,使正规的数学无法准确预测信息的传播,但是传染病模型仍然有助于理解那些导致市场价格变动的因素。例如,疾病传染率或退出率的任何变化都会改变新信息的传播率,对这一问题的思考是很有益处的。

举例来说,一则未涉及金融市场的全国范围的新闻可以通过分散对这些市场的注意力,从而降低与投机市场相关的信息的传播率。这一现象可能有助于解释在第四章中提出的问题,即为什么当国家处于危机中时,股价的波动并非明显的反复无常,尽管这样的危机对于该国的商业来讲具有潜在的重要性,以及为什么在没有任何新闻时,大



多数股市反而发生大的波动。另一方面，当新闻鼓励关于股市或与之密切联系内容的讨论时，与股市相关的信息的传播率也可能因此而提升，这一点也解释了互联网在股市上显而易见的夸大性效果：对于网络的关注在总体上促进了关于科技股的谈论，与这些股票相关的理论的传播率因此而提高。

信息的口头交流并非必定影响整个国家乃至股价。进一步讲，口头交流可能会加强公众对新闻事件或媒体对这些事件的评价的反应。既然大多数人认识到新观点或新概念仍旧是由社会传播促成的，那么为了理解对公众的影响，仍然有必要考虑传染率与退出率的比值。因此，如果某一事件可以变成一个活灵活现、有可讲性的好故事的话，那么它影响市场价格的可能性就会增加。

在从新产品市场获得的许多事例中，我们可以看到，在维持某些较高的信息传播率方面，一个可讲性强的故事是很重要的，比如电影的宣传。当电影被首次搬上银幕时，推销者就会发起一场广告运动，来吸引尤其是易于接受新思想、新事物的人的注意力。然而，只有很少一部分人是直接针对最初的广告做出反应的，电影的成功主要依赖于这些人对该部电影的反响——以及他们告诉给别人的观点和看法。众所周知，电影批评家的建议所具有的冲击力不如口头交流的大众影响力。经过若干年，制片人已认识到在电影中包含固定形式的情节的重要性。这些场景本身就是故事，它们或者在电影放映期间，或者甚至作为电影预告片的一部分，很具成为口头交流内容的潜力。这一点和流行的玩笑或一些难以置信的故事——或者是与雄心勃勃的公司的故事很相像。

以此类推，那些更易于通过随意谈话方式传播的新闻事件，反过来更有可能对思想、观点的传播发挥重要作用。一位专家对一国经济于巴巴的、纯分析式的描述，很可能不会被口头交流。相比而言，市场发生突变的消息则更易于被广泛传播。可以肯定的是，专家的意见往往追随价格变动的消息，但是很少能成为口头交流的焦点。

口头交流，对其肯定也好否定也好，都是投机性泡沫蔓延的一个中心组成部分，而任何事件被口头交流的可能性都应以是否会引发投



机性泡沫来衡量。举例来说，被称之为 Y2K 的千年虫会引发普遍的电脑问题，这一广泛传播的预测之所以成为一个经典口头交流的作品，是因为它既迎合了国民对电脑的痴迷，也反映了他们对新千年的迷茫。由此——尽管这种恐惧没有任何理由——与那些缺乏生动性的消息相比，千年虫问题对市场造成了超乎寻常的冲击。

● 人们心中矛盾观点的汇集

为什么有时观点的传播会非常迅速？为什么公众思想能突然发生 180°大转弯？其中一个原因是，受质疑的观点已预先存在于我们的头脑中。即使是相互矛盾的观点也可以同时共存于我们的心中，而支撑这些观点的事实的变化或公众注意力的转移也许就会突然造成一种明确的信念，并且与以前的信念恰恰是相矛盾的。

比如，人们普遍认为股市不可预期，因此对市场的任何预期都是无效的。但是人们也相信（正如我们在第三章中所看到的），如果股市崩盘的话，它也必定会复苏。很明显，这两种观点是矛盾的。

对于人们能在同一时间持有如此相互冲突的观点的解释是，人们认为所听到过的这两种观点都曾被专家认同。文化传播了大量假定的事实，这些事实往往被归因于“他们”或“他们说的……”。当故事被想象成有一定的权威性而被接受时，矛盾就可能产生。

有时，即便没有权威参与，故事也能被传播。例如，一个人一次又一次地听到“他们说”大多数人的大脑只开发了 10%——这个虚构的故事可以回溯到 19 世纪，那时神经科学很明显对这样一个事实既无法证实也无法证伪。“他们还说”1965 年的那次电力中断使得纽约市民一时无事可做，其后 9 个月纽约市的出生率骤增，而事实上没这回事。^[16]而且更神乎其神的一个说法是，“他们说”在 1929 年经济危机期间自杀率异乎寻常地高，但实际上同样也是子虚乌有的事。^[17]在聊天时用得上并且也是媒体鼎力推荐的那些故事，往往都和事实相去甚远。

因为人们趋向把各种观点归因于某些真正的或者是假想的专家，



所以他们并不担心所持观点中存在的明显矛盾。人们乐于“搭便车”式地认为那些专家们已经审慎考虑过的明显的矛盾观点，并知道事实上它们根本不矛盾。有时的确表面上矛盾的理论事实上并不矛盾。正是从这里我们可以看到，专家要为极为明显的矛盾进行辩护是一件多么轻松的事——如果有人要求的话。

一知半解的观点（它们也许是相互矛盾的）绝对会使人们对于神秘的投资领域的思考变得更加扑朔迷离，或至少使其不能纳入到一致的分析框架内。推断这些观点在具体的投资决策中的意义是一个真正的挑战。

人们同时持有相互矛盾观点的重要意义在于，人们往往对许多观点没有自己明确的认识。因此，尽管投资者信誓旦旦地说，市场在崩盘后还会复苏，我们还是不能过分相信，因为市场崩盘的现实境况又会带出其他相互矛盾的观点，这些观点会为市场缺乏弹性面辩护。从他们先前表示的信心中，根本就无法预先得知投资者将会如何反应。

● 基于社会的注意力变动

人脑的结构决定了在一个时点上，人的自觉注意力只能集中于一个焦点上，并且很快会从一个焦点转移到另一个。我们周围的环境所提供的感官信息非常复杂，而大脑成功地过滤掉几乎所有的复杂性，只产生现实和现在的感觉——解释目前什么是最重要的——以及随之产生围绕这一解释的一连串想法。比如，当一个人坐在机场等候登机时，他的注意力不时回到“等候登机”这个主题，并围绕该主题，组织了许多思想以及进行了许多观察，仿佛它就是目前现实中的最重要的事。他往往不会去研究地毯上的曲线、玻璃上的污点，或思考屏幕上字母的形状，尽管在理论上他可以这样做。尽管我们接收到了这些细节的感官信息，并对它们加以处理，但很显然我们自己并未意识到它们。

将注意力集中于重要事物的能力是智慧的显著特征之一，而没有人真正明白人脑是如何做到这一点的。不能将注意力集中于恰当的事物也是最具特征的人类判断的失误之一。人类大脑进化形成的用于集



中注意力的那部分构造虽然出色，但远不够完善。

如果一个人回顾他在过去所铸成的一些最重大的错误，可能会发现，这些过错往往是他未能关注细节问题而造成的。假若有人反复要求某人集中注意力，并向他指出某些关键事实，那么他会马上做出反应并改变其行为。所以要理解过去犯下的错误，很重要的一点是要考虑他们没有给予关注的东西。

人脑进化形成了，能够正确引导注意力的一个机制，这就是基于社会的选择性我们与周围的其他人会关注于相同的事物。注意力的社会基础使得认识到某些信息的重要性的个人能够引发团体中其他成员的关注，并且能产生一致的世界观和信息集合，而这些又能保证团体行动的一致。同时，注意力的社会成分并未充分完善地运作，它可能导致整个群体犯相同的错误，因为大家都将注意力集中于某一点，从而漏掉了个体可能注意到的细节。正像单个人的注意力一样，社会注意力的现象是行为进化的一项伟大创造，对人类社会发挥功能非常关键，但它也并非完美无缺。

社会关注机制会突然间引发整个团体对貌似紧急事件的关注，因此如果我们回顾传染病模型，我们会发现传染率可能会突然并且大幅度地激增。人们会议论某些事件而置其他谈论于不顾，股市的突变便是其中之一。

注意力的社会基础通过口头交流来运作，并以媒体作为传播观点的载体，能激发集中的注意力，这种注意力的聚焦会迅速覆盖世界上的大部分地区。所以，在这个星球上，有相当一部分人突然对市场大感兴趣的现象就不足为奇，世界各地的市场虽远隔重洋却一起变化。对于这种协同变化，即使各国的基础因素也无法解释得通。

● 人们无法对注意力变化做出解释

进一步来讲，人们常常发现，要解释是什么使他们决定采取某一特定行动是非常困难的，引发最初注意力的导火索也许已被忘记了。为什么迅速反映注意力变化的投机的资产价格的变动往往令人十分费



解，这就是一个主要原因。

即使是职业的投资家，价格变动本身也会吸引他们的注意力。在针对机构投资者的个股选择进行的一项研究中，约翰·庞德和我制作了一个股票清单，这些股票在早些年中价格上涨得非常快，具有很高的市盈率。然后我们又得到了一份机构投资者的名单，上面的投资者向股票交易委员会提交了一份报告，告知他们已经购买了其中的一只股票（试验组）。而另一张名单上的机构投资者随意选择了一只股票（控制组）。我们进行了询问，关于他们购买的股票（试验组价格急升的股票或控制组任选的股票），他们是否同意这样的说法：“我最初的兴趣是在一大堆股票中系统性地寻找某一特征股票的结果（使用了计算机或相似的搜寻过程）。"^[18]既然他们是职业投资者，那么 67% 选择任意股票——即控制组——的投资者同意这种说法也并不是为怪。但是，在试验组中，即选择价格急升股票的投资者只有 25% 同意该说法。既然注意力如何被激发常常被忘记，我们不能期盼投资者告诉我们是价格的上升刺激了他们的兴趣。但实验表明，价格增长或相关事件在吸引他们的注意力方面扮演了重要的角色。重要的一点是，大多数购买价格急升股票的投资者指出，他们在做决定时没有什么系统性。

当注意力的变动是行为变化的重要诱因时，我们并不期望人们告诉我们其行为改变的原因。人们常常不能解释什么使注意力集中在某些事物上，因此也就不能解释他们自己的行为。1931 年，心理学家 N. R. F. 梅尔做的一个试验说明了这一点。梅尔给实验对象提出的问题是，把两条绳子系在一起，两条绳索都挂在天花板上，且相距非常远。一个人不可能同时够到两条绳索，除非它们相互靠近。实验对象有大量的工具用来尝试完成这一任务，同时要求他们指出能找到多少种方法将两条绳索联在一起。一个方法是在一条绳索的一端系一个重物，使它像钟摆一样摇摆不停。用一只手抓住另一条绳子的一端，然后用另一只手抓住摇摆的绳子。当主持实验者自己使一条绳索摇摆时，许多实验对象马上有了他们自己的主意。但是当问到他们怎么想到的时候，只有 1/3 的人提到是因为他们看到了摇摆的绳索。摇摆



的绳索只是转移了他们的注意力，而大多数的实验对象都没有看到自己的行为与使之想到这个办法的刺激因素之间的联系。^[19]

以此类推，某些因素就像摇摆的绳索一样，吸引了对股市的注意力，从而使股市开始繁荣起来。在目前的市场情况下，看到一则共同基金的广告或收到一位雇主 401(k) 计划的选举表都会成为那条摇摆的绳索。但只通过询问实验对象，我们永远无法得知这些刺激因素的重要性。即使人们回想起了它们，也无法告诉我们这些因素是如何影响他们的。

● 现在的故事

这一章对我的论点的精髓部分进行了总结，即非理性繁荣正在造成近期股市水平的提升。我们在第一篇开始时，提出了 12 个催化因素，其作用有时通过反馈环和是自然而然产生的庞氏骗局得到了加强。作为市场繁荣的推动者，新闻媒体的润滑作用也起了帮助。我们看到投资者的信心高得出奇，对市场的期望也丝毫未减。

在第二篇中，我们考虑到了繁荣的文化因素，对新时代理论不同程度的社会注意力，以及这些理论作用于市场的趋势和短期内刺激市场的趋势。在第三篇中，我们研究了一些基本的心理因素，正是这些因素使得前几部分所描述的变化能够发挥其作用。第七章的内容向我们展示了微不足道、几乎无法察觉的心理依托是如何最终决定市场水平的，以及投资者的过度信任是如何对这些心理依托产生拉动作用的。而这一章则尝试解决当前市场状况中的中心难题，即我们见到新近对市场的高估价，但却无法结合公众的理性思考来解释这些评估。

在本书余下的部分中，我将这一非理性繁荣理论置于一个更加广阔背景下，利用一些很具影响力的论点，来反驳所有非理性都在进行当中这一看法。我在结尾一章中转向了最根本的问题，即这种繁荣提出的政策问题：个人的、机构的和政府的。



第四篇

理性繁荣 的 尝试



有效市场、随机游走和经济泡沫

传统观点认为，金融市场容易受过度繁荣和泡沫经济的影响，而金融市场有效理论以及对这一理论的广泛细致的实证研究都为不赞成这种观点的人提供了有力的理论依据。金融市场有效理论断言，在任何时候，所有的金融价格都能准确、实时地反映各种公共信息。也就是说，在任何时候，金融资产都能被准确地估价，而且这种价格能提供公共信息。在一定时期内价格似乎会过高或过低，但根据金融市场有效理论，这只是一种幻觉。

这个理论将股价描述为具有“随机游走”的特点，因为价格是随新的情况而定的，而新的情况又很难预测，因此价格的变动也是很难预测的。金融市场有效理论和随机游走假设已经过多次验证。有些验证是使用股市的数据，有些是金融和经济学学术杂志上的研究结果。尽管这些出版物多次否定这个理论，但仍然有人在做了研究之后，认为它大致



是正确的。这一理论的论据充分有力，并且包含了许多高质量的研究工作。因此，无论我们最终同意与否，至少应该严肃地对待它。

● 金融市场有效理论和价格随机游走的基本论证

金融市场有效的观点也许已经存在了几百年，但是由于我们很自然地得出了这个结论，因此并没有加以重视。尽管有效市场这个概念最初开始流行是因为 20 世纪 60 年代芝加哥大学尤金·法玛教授及其同事的研究成果，但实际上很早以前就已经有了这个名称。^[1]早在 1889 年乔治·吉布森出版的《伦敦、巴黎和纽约的股市》中就曾明确提到过这个概念。吉布森是这样描述的：“当股票在一个开放市场公开发行时，其价值可以被看做是市场最好的情报员。”^[2]进入 20 世纪以来，有效市场理论在大学经济学系和金融系一直是必修课。这个理论通常被用来证明市场价值的上升是合理的，比如说，1929 年股市的最高点就是合理的。普林斯顿的约瑟夫·劳伦斯教授在 1929 年时得出这样一个结论：“在有序的市场，即股票交易所中，对成千上万股票的价值判断都表明，在现阶段并没有定值过高。是否有人能够否决明智的人们所做出的这一判断呢？”^[3]

在股市上，似乎很难做到以低买高卖来赚大钱，这是支持有效市场理论的最简单也是最直接的论据。许多看来非常能干的人们尝试这么做，但都没有取得连续的成功。不仅如此，要赚钱就必须与最精明的投资者竞争，因为他们也在金融市场上进行交易，寻求相同的机会。如果有人认为一份资产不是被低估就是被高估了，那么他就应该想到：在精明的投资者竭力寻找赚钱机会的情况下，这种被低估或高估的现象为什么还会存在呢？

如果能够找到低买高卖有利可图的方式，那么根据有效市场理论，这些精明投资者就会使资产的价格反映原有的价值。他们通过低价买进，然后哄抬价格或者大量卖出高价股票来压低价格，而且如果股票被严重地错误估价，那么将会使精明投资者成为富人，由此也增强了他们对市场的影响力和消除错误估价现象的实力。



不幸的是，这一有效市场理论假定的论据没有告诉我们，股市不可能在几年或几十年时间内结束这种错误估价的现象。精明投资者不能抓住机会迅速赚钱，而且这种错误估价的情况何时结束也无法确定。如果今天真的有人知道市场将在下个十年或者二十年的时间里变得疲软，但是不清楚市场将何时变得疲软，也不能向广大的投资者证明这一说法，那么投资者就无法从中获得什么大的好处。所以，没有理由认为，精明投资者一定能消除这种错误估价的现象。

但是，有效市场理论的这一缺陷往往会被忽视。我们可以假设一个相同的有效市场理论：由于难以预测股市每天的变化，所以也将难以预测股市的任何变化。

● 关于精明投资者的思考

有效市场理论认为，能力不同不会导致不同的投资行为。这个理论宣称，在投资行为中，最聪明的人也不会比最笨的人做得更好。这是因为，他们对股市细致的理解已经完全反映在股价中。

如果接受有效市场理论的前提，那么就该知道，太聪明不是优点，而不太聪明也不是缺点。如果不太聪明的人在交易中不断遭受损失，这就预示着精明投资者将有一个获取收益的机会，因为他们与不太聪明的人做的事恰好相反。然而，根据有效市场理论，也许根本不存在这样的获利机会。

因此根据这一理论，努力和智慧在投资中并不算什么。即使考虑了预期投资收益，人们也可能随意选取股票，通常人们把它比做投标，即看着股市的清单选择投资。也就是因为这个原因，许多人认为不需要对上市股票的估价是否过高太在意，并且可以完全忽视当天市场的不正常的估价。

但是，为什么最聪明的人要设定所有的价格呢？许多似乎不太聪明或者消息不太灵通的人们也在买进卖出——但为什么他们对价格没有影响呢？

正如前面提到的，其中一个原因是精明投资者已经通过赢利的交



易控制了市场，从而可以正确地设定价格。而不太聪明的投资者所持的份额很小，不足以形成强大的力量。这个说法很容易引起争论。首先，如果因为精明投资者操纵了市场的话，那么就必须存在对他们有利的交易，否则无法运用其智慧来操纵市场。如果确实存在赢利的交易，那么就必须一直都存在下去，因为一旦精明投资者从市场中退出，就会有新的投资者来代替。但是我们不能证明：精明投资者在一百年前就控制了市场，而且从那时起，他们就一直控制金融市场，因为以前那些聪明的交易商现在都已经死了。

另一个支持有效市场理论的论据是专业投资者、机构资金管理者或者股票分析师没有能力操纵整个市场。事实上，由于账户中包括交易费用或管理费用，他们常常会低姿态运作市场。这个结论也许很让人费解，因为人们常常认为，专业投资者受过更多的投资训练，应该比个人投资者更有系统性。事实上，这个结论并不那么令人费解。个人投资者向专业投资者咨询意见时，他们可以观察到（尽管已有时间差）专业投资者的行为。所以即使专业投资者的分析对其他人很宝贵，在整个市场和专业投资者的成功之间也没有很显著的区别。拥有较多固定资产的个人投资者大都是受到良好教育和明智的人，而且最近的一些研究表明，只有将专业分析师的建议迅速付诸实施，它才有一定的价值。^[4]

最后一个原因是，比较明智的人有可能赚更多的钱。但是对于这个原因，在研究的时候没有发现强有力的证据，因为没有适当的方法来衡量投资者的聪明程度，我们没有数据库显示投资者的投资经验以及智商。否则，可以将他们的表现与智商相比较。不过即使有这样的数据库，也不清楚是否现有的智商测试能够正确衡量人的能力。

朱迪丝·切瓦里尔和葛伦·艾里森曾经做过一个调查，他们把投资经理们的大学平均学术能力测试 (SAT) 成绩列成一张表，得到了与投资经理的智商比较接近的数据。他们确实发现，在不考虑其他因素时，SAT 成绩较高的经理，其公司的业绩都比较好。^[5]当然仅仅用他们的调查是无法说明智商和投资成功之间的关系的。然而，从现有的证据来看，没有理由怀疑，较聪明的人从长期来看在投资中会略胜一筹。



● “明显” 错误估价的例子

尽管有效市场理论在人们心目中有广泛的权威，但是也常有人举例公然提出反对意见。事实上，许多关于金融价格的例子似乎不太正确，但媒体常常进行报道。最近，从许多互联网股票的价格判断，公众似乎过高估计了它们的潜力。

举个例子，1997 年成立的 e- 托伊斯电子玩具公司在互联网上销售玩具。1999 年该公司股票首次公开发行时价值 80 亿美元，大大超过了老字号的布里克/默塔玩具零售商 R- 托伊斯 60 亿美元的价值。然而，e- 托伊斯公司 1998 财政年度的销售额仅为 3 000 万美元，而 R- 托伊斯的销售额为 112 亿美元，几乎是 e- 托伊斯公司的 400 倍。该年度 e- 托伊斯公司亏损了 2 860 万美元，而 R- 托伊斯净赚了 3.76 亿美元。¹⁶⁾事实上，和其他玩具零售商一样，R- 托伊斯已经建立了自己的网站。虽然在发起网站的初期有些困难，但如果客户对购买的玩具不满意，可以在互联网的任何一个零售商那里退货或咨询，在这一点上，R- 托伊斯比 e- 托伊斯公司有更大的优势。除此之外，已经在其中一个销售点购买了产品的客户再次进行网上购物时，倾向于选择 R- 托伊斯的网站。

在许多市场观察者看来，像 e- 托伊斯公司这样的价格显得很荒谬。但是以这些市场观察家对市场的影响力也没有纠正这种错误估价现象。他们该采取什么样的行动来纠正呢？那些怀疑股票价值的人会试图卖空，一些人也许能成功，但是因为股价被热情的投资者哄抬的可能性总是存在，因此他们卖空的做法会受到限制。荒谬的价格有时候会持续较长一段时间。

很显然，这些股票的投资者对投资的长远潜力考虑得不是很清楚，而市场中也没有一种力量能阻止投资者过高估价。这些证据是否有力地反驳了市场的有效性呢，还是至少对于一些股票是这样的？如果有些股票可以被过高估价，而那些股票又是市场的一部分，那么是否表示市场作为整体可以被高估呢？



● 对明显错误估价的实例提出质疑

尽管错误估价的例子非常明显，但还是有人提出质疑。杰雷米·西格尔在他的《股票的长期走势》中指出，过去一些经常被引用的错误估价的例子其实从长期来看是有其道理的。西格尔引用了早在1970年或1972年就被称为“最热门的50种”股票的清单。这些股票都被人们所看好，并且以非常高的市盈率交易。这张清单包括了许多高科技大公司如IBM、施乐，和一些形象极好的消费产品生产公司，如可口可乐和麦当劳。随着1973年至1974年股市的崩溃，“最热门的50种”股票的价值一落千丈，在这以后，《财富》杂志曾在1977年引用这些股票作为一个例子来说明投资者的愚蠢行为。^[7]

西格尔指出，从长期来看，“最热门的50种”股票作为一个整体在1970年这一年中并没有被过高估价。如果你在1970年买了股票，并且到1996年一直保持相同的投资组合，你的股票就如同标准普尔500指数一样^[8]，这个例子很显然提供了有力的证据反驳股价在任何时候都不是真实的这一论点。如果“最热门的50种”股票是用来证明股票过高估价的例子，那么看来无法用这种例子来论证市场的非理性。

彼得·高博在《著名的第一次投机性泡沫》中指出，就连最著名的投机性泡沫——17世纪荷兰的郁金香热，也不是非理性的错误估价的明显例子。郁金香热事件是在1841年由查尔斯·马凯首先提出的，如今已经成为流行文化的一部分而广泛流传，它常被引用来论证投机性泡沫，即郁金香的价格达到最高的水平后，忽然狂跌。举例来说，1636年，一个郁金香的交易价格等于是12英亩建筑用地的价格。马凯在书中指出：“人们对郁金香交易表现出不理智的狂热，整个荷兰对占有郁金香如此重视，以至于普通的产业都被忽视。”^[9]

但是，马凯也没有提出任何实际的证据来说明，这种行为是不理智的，也无法证明这种狂热与错误估价有任何联系。高博指出，真正的高价是那些品种稀少，由于受了马赛克毒素影响而颜色奇特的郁金香。这些郁金香不容易培育，所以数量非常稀少。那时候荷兰人非常



珍视这些不同寻常的、在他们的文化中占有重要地位的郁金香。^[10]所以，当时郁金香就像今天稀有的艺术作品和其他收藏品一样，具有非常高的价格。而且郁金香的价格波动似乎很像许多其他投机资产的价格波动：它们并不是像一些报道所说的那样一下子飙升，又一下子狂跌，然后保持在一个较低的价格。郁金香的价格时上时下，反复无常就像股价一样。这种价格的变动是有理性基础的，因为投资者会不断得到对这种稀有花种需求的新信息。

这些是说明投机市场非理性价格常引用的例子，西格尔和高博所做的分析对这些例子提出了异议，然而，在他们的分析中很难发现任何支持有效市场理论的论据。

尽管一些坚持没有抛售“最热门的 50 种”股票的投资者赚了一笔，但是几乎所有 1970 年的持有者在 1996 年以前就已卖出股票，而且亏损了许多。我们不相信 1970 年的所有投资者都能预知 90 年代时其价格会再回升，并且一直等到那时才翻本。

这 50 种股票并不是 50 个单独的论据，加在一起就能成为非常有力的论据。他们是同一时期同一产业的公司，而且西格尔自己也指出，如果有人把“最热门的 50 种”股票中市盈率靠前的 25 家公司挑出来，在整个市场中他们还是被低估了。

我们来看一下 1972 年“最热门的 50 种”股票中市盈率最高的公司：宝丽来公司。它的最高市盈率是 94.8 倍。公司的创建者爱德温·拉德与十年以后的比尔·盖茨一样，大学一年级的時候就从哈佛辍学，开发极光过滤产品。他创建了宝丽来，生产和销售各种用途的过滤器，不仅有科学仪器，而且有太阳镜和三维电影。在整个事业生涯中，他有上百个发明，其中包括非常著名的能够立即成像的宝丽来照相机。其中一些发明和应用激发了社会的新奇感，并能很快为人所接受。他年纪轻轻就创建高新技术公司的非凡经历使得该公司的股票被广大公众过高地估价。宝丽来公司是热门网络股的 70 年代版本，然而之后它就走入低谷，从 1972 年至 1979 年它每年低于大盘 11.2%。^[11]

所以，甚至在西格尔提出证据之后，我们还是发现，许多公司都好像是极端错误估价的例子，即使在几十年后再次查看 1970 年的价



格时也一样。而且西格尔本人也没有提出，他的证据能表明所有的价格都是合理的。他同时也指出，今天许多互联网股票实际上都过高估价了。^[12]

同样，彼得·高博在分析郁金香热的时候，也没有提出错误估价的反面论据。1636年1月，不仅是那些受了马赛克毒素影响的郁金香，甚至连普通郁金香的价格都上涨了20倍，然后又经历了一次巨大的滑坡。他承认自己无法找到一个市场基本理论来解释这一现象。^[13]

思

● 错误估价的数据论证

单凭几个所谓的资产极端错误估价的实例是很难得出任何实际可靠的关于市场有效的结论的。事实上，有系统性证据表明，用传统衡量方法判定的“过高估价”的公司在此之后的表现不尽人意。许多金融学术杂志上的文章并不是用几个例子，而是通过对许多公司大量效据的系统估价来证明这一点的。举例来说，成立于1977年的圣乔伊·德索公司在1992年时具有非常高的收益率，但此后，公司的表现一直不尽人意。尤金·法玛和肯尼思·法朗奇1992年在市盈率高的股票中也发现了同样的情况。^[14]据威纳·德·邦德特和理查德·泰勒1985年的报道，公司股票的价格在五年之中大幅攀升，但在接下来的五年中，价格趋向下跌，而那些在前五年内价格大幅下跌的公司，在接下来五年中价格连续上涨（在第六章中，我们看到全世界股市有相同的趋势）。^[15]杰·里特在1991年发现，公司股票的首次公开发行总是出现在行业投资热的高峰时期，然后在接下来的三年里表现为缓慢和持续的价格下跌。^[16]所以，股价有回归到平均值（或者长期的历史价值）的趋势，即涨幅大的股票有下跌的趋势，跌幅大的有上涨的趋势。

这些发现以及许多调查者的相似发现，促成了一个市场策略——价值投资，也就是挑选那些被传统方法低估的股票。因为这些股票只是暂时被投资者忽略，最终还是会升值的。这个策略的另一个方面是



将高估的股票卖空。也许有人认为，价值投资者对市场的影响会降低、甚至有可能在一段时间内消除股票价值和收益之间的联系，价值投资者追求的是买进低定价的资产，拉高价格，以转移对高定价资产的需求。

当投资者一窝蜂地去投资时，许多价值投资策略有可能并不起作用，但是整体上说，价值投资并不是永远不可取的。有许多不同的方法来定义价值，市场作为整体也并不是那么容易就能消除这种获利的机会。

而且，即使价值对股票收益的影响消失了，也不意味着价值对整个市场长期收益的影响会消失。价值投资者的战略特征是，从定价过高的个别股票中退出，但在整个市场出现定价过高时不退出市场。

● 收益变化和价格变化

另一个论点是，市场基本是有效的，然而从最广泛的意义上来说，这个论点仅仅指股票的价格大致是随收益变化的，尽管收益的波动很大，但是市盈率的变化始终维持在一个相对小的范围内。

最近，投资分析师彼得·林奇频繁地出现在媒体上。弗德里特投资公司的广告中刊登了他的一张整版巨照，并用红色的大标题写道：“尽管第二次世界大战以来有九次经济萧条时期，但是因为收益增长了54倍，股市仍然上涨了63倍，收益水平推动着市场的发展”。这则广告的目的是，让读者相信价格的增长是取决于收益增长的。但事实上，这些数据都具有欺骗性。由于彼得·林奇作比较时选取的时间间隔较长，又没有考虑通货膨胀的因素，而且第二次世界大战以后收益水平比较低^[17]，这就难怪他可以找到这样一种联系。但是如果选择其他的例子，价格的变化就不再是取决于收益的增长了。林奇的说法表明了一种普遍的看法：股价大致是取决于收益的变化的，这也证明了，股市的价格波动不是由于投资者的任何非理性行为所致。

我们已经指出，在美国历史上只有三个比较大的牛市，即三个股价持续飞速增长的时期：20世纪20年代的股票牛市，结束于



1929年；50年代和60年代的牛市，紧接着就是1973年至1974年的崩盘，第三次是1982起至今的牛市。（也许有人会算上1901年达到最高点的那次牛市，但那次涨幅不大。）

第一次牛市，从1920年到1929年，是收益迅速增长的阶段。在这个阶段，实际S&P综合指数收益率翻了两番，股票的实际价格增长了大约有7倍，市场的变化也许被认为是对收益变化的反应，尽管这个反应过大了些。

但是在第二个牛市的时候，这种价格增长和收益增长之间的联系就不是很明显了。大部分价格增长发生在20世纪50年代，从1950年1月到1959年12月，实际S&P综合指数大约增长了3倍。但是S&P实际收益在这十年中仅增长了16%。这一时期，收益水平在历史平均水平之下。从整个经济增长状况来看，50年代的增长水平虽然不如40年代和60年代，但比平均水平要略高一些；1950年至1960年实际国民生产总值平均增长水平为3.3%。

第三次牛市时，股票实际价格从1982年到1999年一直持续增长，但是收益水平却没有增长，1991萧条时期的最低收益水平要低于1982年时的最低水平，但是S&P实际综合指数增长了2.5倍。所以，在这次牛市时期，价格就不能仅仅看做是收益增长的结果了。

这些例子都表明，收益增长和价格增长的联系一点也不紧密，认为它们之间联系紧密而否定泡沫理论是不对的。

● 股息变化和价格变化

股票的价格没有表现出与收益的紧密联系，然而它与股息变化的关系却是一个需要讨论的问题。一些经济学家指出，股票实际价格的变动与实际股息的变动有着紧密的联系。经济学家罗伯特·巴斯基和勃兰特·德·朗说，如果股价变动与股息价格变动有联系，那么就不能看做是由投资者的投机行为所造成的。^[18]他们同时也指出，尽管在实际历史数据中，股息的增长从来没有持续很长时间，但人们仍然有理由预计，目前股息的增长状况会一直持续下去。



肯尼斯·弗鲁特和莫里斯·奥伯斯特费德，面对同样的股息与价格的变动关系问题，提出了一个“固有泡沫”模型。在这个模型里，价格表面上是取决于被夸大的市场潮流，但事实上，从理性上来讲是随股息变动的。在他们的理论里，股价从某种意义上讲是对股息反应过度，但是不存在由于这种过度反应而产生的赚钱机会。^[19]

我觉得，这些作者夸大了股息与价格变动之间的关系，事实上股价的波动并不是与股息的波动密切联系的。回顾一下1929年9月的股市高峰和1932年6月的低谷，根据S&P实际指数，股市下跌81%，而实际股息只下跌了11%。在1973年1月股市高峰和1974年12月低谷期间，根据S&P实际指数，股市下跌54%，而实际股息只下跌了6%。还有其他许多这样的例子。

我们所看到的实际价格和实际股息的互动现象，很有可能缘于股息对相同的因素所出现的反应，这些因素可能包括投机性泡沫非理性地影响着价格。投资经理们设定股息，这样做在一段时间内会使股息率，也就是分红比率各不相同。投资经理是属于投资公众文化的一部分，所以也和公众一样，常常受各种不同的乐观或者悲观态度的影响。他们也许会允许这种感觉影响股息政策的决策行为，所以价格和股息本质上有些相似这一事实与他们都受潮流和时尚影响这一点是一致的。

总的来说，股价有它自己的规律：它不是简单地随着收益或股息的变动而变动，也不是由未来收益或股息的信息所决定的。为了真正了解股价变动的原因，我们需要观察一下其他方面。

● 过度波动和总体情况

在金融学术杂志上，有许多有关市场有效性的论据，但是很难说这些论据是支持有效理论还是反对它的。近几年来，在市场有效理论中发现了许多不规则现象。有1月现象（股价在12月到1月之间容易上涨），小公司现象（许多小规模公司的股票容易有较高的收益），星期一现象（股市在星期一表现较差）和其他许多现象。^[20]我们如何



将这些现象解释成支持市场有效理论的论据呢？

认为这些现象仍然支持市场有效理论的一种说法是，大多数现象所产生的影响较小，并不是股票牛市或者熊市的重要因素。另一个说法是，这些现象在被发现后就很快消失了。确实，1月现象和小公司现象好像已经消失了，这是概括这种现象的一个技巧。一方面，这些不规则现象持续较长时间，显示了市场的非有效性。另一方面，这些现象的消失表明了这个理论中存在着基本真理。^[21]

市场有效理论的主要支持者默顿·米勒注意到确实有许多细小的不规则现象，但是他认为，它们是微不足道的：“我们将所有这些事实抽象并构造成模型，并不是因为这些事实不有趣，面是因为它们太有趣了，所以可能会分散我们的精力，使我们不再注意主要的问题——普遍的市场力量。”^[22]但是，他没有解释市场力量是不是理性的。

将星期一现象以及与此相似的各种现象的细节抽象化（就像米勒做的那样），我们能得出从整体上讲股市是有效的这一论点吗？多年的股市价格大幅变动是否真的反映了企业重要变化的信息？

市场中不存在短期运动或者惯性——股价指数每日或每月的变化没有多大的可预测性，这些证据都不能给予我们任何有关整体有效性的论证。我们已经从简单的经济原理中知道，股价每天的变化是无法预测的。因为如果能够做出这样的预测，就可能产生极高的收益，面这样高收益的机会是不太可能存在的。

判断是否有论据证明市场有效理论的基本正确的方法之一是，在较长时间内，观察股息的变化是否能证明投机价格（例如股价波动性）的合理性。这个办法我已经在1981年发表的《美国经济评论》的一篇文章中进行了阐述（同时，史蒂芬·雷罗伊和理查德·波特也写了类似的文章）。如果股价的变动能够像市场有效理论最初所说的那样，用公司分配的未来股息来说明，那么在有效市场中，我们就不可能只有波动的价格而没有波动的股息。^[23]

事实上，我的文章得出的结论是，美国综合股价超过了价格增长的趋势，这种综合股价的变动不能由股息的变动来说明，比如说，股息目前的价值表现出了前所未有的平缓的增长趋势。得出这个结论

时，金融界比现在要更相信市场有效理论。这个结论引起了非常大的反响。我因此受到的攻击比期望的要多。股价比股息现值更易波动，没有人能对这一现象提出质疑——除了两者之间的差别是否有统计的重要意义以及我对这种差别的解释是否切中要点外——这两点还有待商榷。

我的文章中结论性的一张图表显示了1971年至1979年S&P实际综合指数。在这张表上，股息现值是在对上一年股息做了估价以后由计算机测定的，并由实际支付的股票年息现值组成的。这个图表的最新数据显示了2000年股价和股息现值（如图9.1）。曲线1980年左边的一段基本与我1981的文章所写的一样。^[24]

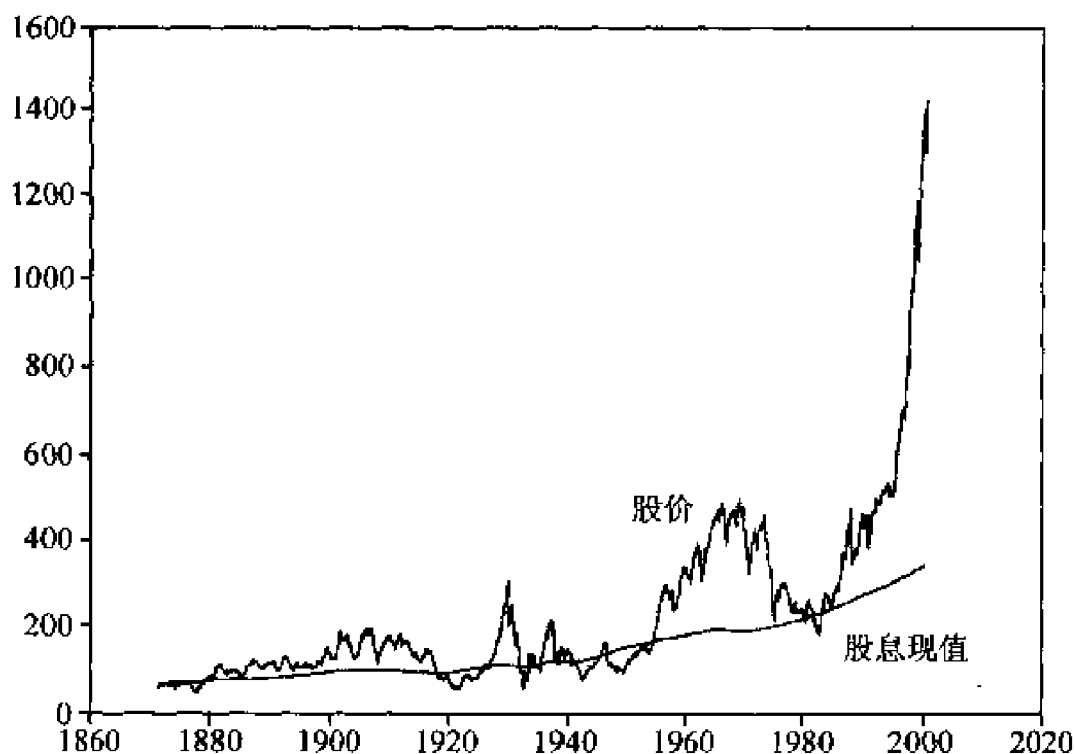


图 9.1 1871—2000 年股价及红利现值曲线图

S&P 实际综合指数（不规则曲线）和实际股息现值（比较平坦的曲线）。

资料来源：作者的计算使用了图 1.1 以及第一章注释[2]中所给的资料。见正文以及这一章注释[24]对该图表作出的描述。



股息现值在当年并不十分确定，因为它是完全由次年的股息决定的，而次年的股息还没有支付。根据市场有效理论模型，未来股息的现值就是当年股票的真实价值。那么当年股市实际水平以及图9.1所示的股价都被认为是乐观的预测。因为这种预测是根据当年市场上有关股息现值的信息所做出的。

对照这张图表，我们可以看到整个情况以及证明美国股市整体有效性的重要证据。如果股息现值随时间起伏很大，如果实际股价像能准确地预测股息现值的变化一样显示出随股息变动的趋势，我们就认为，有证据证明股价的变动是符合有效市场理论的。但是我们没有看到任何迹象能表明，股价能预测股息现值，股息现值没有什么特别大的变动，但价格的变化却很大。^[25]股息现值非常稳定，有明确的趋势，因为它将一直延伸到将来，而且变幅不是很大。经过分析，就可以看到一些人（那些研究它，并对它的数量有直观的把握的人）早已熟知的事实：这些大的股市变动事实上与股息后来的变动没有什么联系。也许有人会说，一个世纪多一点的时间对于发现这种联系来说不够长。但是事实仍然证明了不存在这样一种联系。

让我们首先集中分析图9.1中1980年左边的一段曲线，这在1981年我发表有关论点时就有了。股息现值的计算中剔除了股息的年均波动，股息的波动对股息现值的影响很小，因为这些波动只是暂时的。

举例来说，观察一下20世纪20年代牛市时股息现值的变化，在1929年达到最高点。S&P实际综合指数从1920年12月的最低点到1929年9月的最高点，增长了415.4%。同一时期，股息现值只增长了16.4%。

为什么股价增长和股息现值的增长之间会有这么大的差别呢？S&P综合指数所支付的实际股息在这一阶段增长了106.7%，比股价增长的百分比415%要低许多，但仍然比股息现值增长的百分比要高出许多。如果所有的股息在20年代增长了那么多，为什么现值增长那么少呢？答案是，20年代的股息增长持续了很短时间，而且大部分增长只发生在20年代，所以对所有的未来股息现值影响很小。根



据有效市场理论，市场价格不会受实际股息波动的影响。20 年代的股息增长只是市场所认为的价格长期动态中的一小部分。

我们再来看一下，1929 年以后几年实际股息的变动，包括 20 世纪 30 年代的大萧条时期。当 1929 年 9 月 S&P 实际综合指数从最高点开始一路下跌了 80.6%，至 1932 年 6 月的最低点时，股息现值只下跌了 3.1%。1929 年到 1932 年之间股息现值下跌幅度小的原因是，股息下跌幅度不大或者下跌时间不是很长。实际股息在 1929 年 9 月至 1932 年 6 月之间只下跌了一点，因为许多公司不愿意因为通货紧缩而把名义股息降低到和紧缩的价格指数一样的水平。

因此，1920 年至 1929 年股市价格飞涨是一个巨大的错误，而 1929 年至 1932 年的价格下跌是另外一个错误。事实上，在这两个阶段，股息现值都没有实际变化。当然，人们也许认为，有些新闻会改变较长期的股息，而价格的狂跌也是有一定原因的。他们这样想的原因听起来很有理，但事实上并没有这种变化。

1981 年我所陈述的观点是，股价太易波动，因此不能根据有效市场理论来判断。如果将股价看做是股息现值的最佳预测者，那么当真实价值走平缓上升通道时，股价就不会变动得如此厉害了。

参考图 9.1，我们认为，媒体对企业因为短期前景看好而引起股市上涨所做出的解释是具有误导性的。如果有效市场理论是正确的话，近期内暂时性经济萧条的预测实际上不会对股价产生什么影响。相反，如果根据市场有效理论来解释，股价的波动是因为对实际股息的长期预测作出了反映。但是在整个美国股市的历史中，我们从来没有遇到过这样的波动，因为股息波动是沿平缓的趋势上升。在 1981 年的论文中，我认为，使股价的波动性与有效市场模型相吻合的方法是，假定股息的历史性波动并不代表潜在的波动。也就是说，人们可以这么认为，虽然股息变动碰巧没有发生在我们所观察的这个世纪的数据中，但无论在什么情况下，所观察到的市场价格的波动是人们出于对可能、主要和持久的股息变动的考虑。举例来说，人们可以考虑到一个重大而很少发生的事件，比如政府对股市的国有化或者一个技术上的突破，使现有公司能够支付高达几倍的股息。



我以前也提到过，我的发现受到了广泛的批评。其中最显著的是罗伯特·默顿，他是一位杰出的金融理论家，后来还获得了诺贝尔经济学奖（他作为美国长期资本管理公司海琴基金的主要负责人也遭受了严重的经济损失）。默顿和泰利·玛希一起在1986年的《美国经济评论》中发表了一篇文章反驳我的观点，并得出了一个具有讽刺意味的结论：投机市场不波动。^[26]

约翰·康普贝尔和我写了许多论文，试图为这种过度波动的说法找到更有力的论证。我们建立了一个数据模型，来分析这个问题以及其他被许多批评家强调过的问题。^[27]我们认为有非常有力的论据证明股市违反有效市场模型。

然而，我们的研究仍然没有彻底解决这个问题，因为所能提出的数据问题太多，而且仅仅只提供一个世纪多一点时间的数据是不能得出任何结论性的东西的。

还应该指出的是，金融市场波动的一些基本矛盾也许可以由未来股息或收益的信息来解释。在过去一个世纪里，美国公司股息行为非常有规律性，这也许可以归结为运气，而不是归结为规定股息走向必须有一定趋势的法令。康普贝尔和我，将趋势的不稳定因素考虑在内，在对数据研究的结果进行解释后预测，未来股息的真实信息能够使美国股市年收益波动幅度增大27%。^[28]康普贝尔和约翰·阿默用同样的思想方法以及一组更近的数据（战后的数据）发现，15%的美国股市的月收益波动性是由于有关未来股息的真实信息。^[29]

我发现长期收益率过度波动的证据较少，而股价指数之间差额的过度波动的证据几乎没有。^[30]投机性泡沫引起的过度波动可能是推动投机市场发展的因素之一，这种因素的重要性随市场和因素的变化而不同。我们并不总是处于一个过度波动的情况中。

● 最新统计曲线

但是现在我们的股市好像正处于这样一个环境中，我在论文中所引用的关于股价过度波动的一组数据只到1979年，大约20多年前。



如果你看一下图 9.1, 1979 年右边这一段曲线, 你就可以知道从那时起, 股价发生了什么样的变化。这 20 年的数据带来了多么巨大的变化! 到 2000 年价格级数由于股息而暴涨, 这是前所未见的。^[31]

图 9.1 的一种解释是, 这些突然出现的尖峰代表了“重大而少有”的事件, 这些事件也许最后能使有效市场理论与这些数据吻合。但是这些迅速突起的尖峰只有出现在股息曲线中, 而不是在价格曲线中, 才能说明有效市场理论有这样的吻合。价格中的尖峰只能使过度波动的说法更加令人困惑, 而且如果股息的变动符合简单的有效市场模型, 那么股息变动的幅度会更大。

根据有效市场理论, 最近股市所出现的高峰是正常现象, 是对真实信息的准确反映。这种论断实际上是错误的。如果要证实这种观点是对的, 那么我们只能假定过去股市的变化不是对真实信息作出了准确的反映。而这种假定又和有效市场理论截然对立——我们还不能马上放弃这种假定, 因为有不少人相信它。所以让我们在下一章中来讨论这个假设。



投资者的知识局限

除了有效市场—随机游走理论外，另一个能解释市场繁荣是理性的观点的是大多数公众都知道的事实：市场的长期价值不仅比想象的要大，也比传统分析家所提供的数据要大。根据这一理论，市场目前比较繁荣，是因为公众知道了历史平均收益水平和多样化投资的事实。这种论证与有效市场论证的不同点在于，它假设由于公众的无知，市场原先的定价太低。这个论证基本是这样的：“市场几年前不太有效，不太繁荣，但是（也许）目前是有效的。”

公众已经知道市场比以前想象的更有价值，这一点是非常可能的，至少乍一看是这样的。公众作为一个整体确实能知道这一点，这种认识的累积效应是现代社会跟过去几个世纪相比先进得多的原因，但是仍然存在着这样一个问题，公众是否真的了解股市中的一切重要信息呢？如果这是真的，我们又学到了什么呢？



● 关于风险的“学习”

常有这样的说法，最近人们学习到股市不像以前想的那样具有风险性，股市投资常常优于其他投资。过去几年，关于股票作为一种投资具有优势的媒体报道广为流传，并且杰雷米·西格尔于1994年出版了《股票的长期走势》（第一版），这些都导致了以上说法的流行，这种说法使人们认识到，根据历史数据，他们对股票是过分恐惧了。这些新知识使投资者现在将股价哄抬到一个较高的、理性而真实的水平，如果股价一直维持这样的水平，也不会引起投资者对股票的过分害怕。现在以较高价售出的股票将获得相应较低的收益但是投资者完全可以接受，因为他们知道股票并不是那么有风险性。换句话说，股权风险溢价——投资者对股票风险所要求的额外补偿下降了，因为投资者突然重视起股市风险的历史记录。^[1]

确实，公众显得比十年前更相信股市的风险不太大。在第三章中我们的调查结果显示，人们现在倾向于认为股市如果在某一天暴跌，在第二天很可能会反弹。现在有一个流行的论点认为，如果股市崩溃，在一两年左右的时间内肯定会回升。所以，股市暴跌的可能性不再使人们感到担忧。但这是不是因为人们现在真的有了一些股市知识呢？还是其他一些不同的、短暂的东西导致人们拥有了新的观点呢？

“新学习”理论的一个问题是，投资者都应该知道一个历史事实，即股市基本上比其他投资运行更为良好，这不是最近的发现。事实上，艾德格·劳伦斯·史密斯在1924年最畅销的书中曾经对股市和债券的投资做了大量历史性的比较，他发现，无论是在价格上涨时期（通货膨胀），还是在价格下跌时期（通货紧缩）^[2]，在长时间内，股票总是略胜一筹。史密斯强调说，同一时期的另一作者肯尼思·范·斯特朗也作过此强调，债券中的投资也是非常具有风险性的，因为尽管债券支付的票面价值是固定的，但是他们实际的价值却随总体价格水平变化而波动。^[3]

根据艾琳·费舍尔教授1929年所写的，“这些文章在投资世界中投下了一颗炸弹”。费舍尔认为20年代出现的牛市是因为公众从这



些书中学到了知识：“只有当大部分公众通过阅读艾德格·劳伦斯·史密斯的书，真正醒悟到在美元贬值时期，应该选择股票而不是债券时，牛市才会真正做到对普通股正确而合理的估价。”^[4]

对于公众学习的观点，其他人与费舍尔的看法一样。查尔斯·阿莫·达斯在1929年写道：“公众接受股票和债券的教育，从而消除了认为市场不稳定而恐惧市场的旧偏见。”^[5]《纽约先驱论坛报》的作者在1929年断言：“看到商业的繁荣真是件高兴的事。但是人们对股市了解的增长更为重要，正是这种了解使商业繁荣成为可能。当越来越多的人对一种产业表示信任，成为产业拥有者的一员，并按时得到关于该产业的可靠信息时，再没有什么力量能阻止这种健全的产业的发展。”^[6]

如果1929年时，人们知道股票控制了20年代债券的价格，那么他们好像忘记了之后的信息，或者至少改变了对此的看法。现在摆在我们而前的问题是，在观察了最近的股市以后，人们是否真的明白股票总是优于债券，并继续相信这一点呢？

在美国，没有一个30年期的债券比股票运作得要好，这一“事实”被广泛引用。这个假定的事实实际上并不是真的。因为，就像杰雷米·西格尔在《股票的长期走势》一书指出的，在1831年至1861年这段时期内，债券比股票运作得更好。^[7]看起来有很长一段时间人们都没有认识到在美国股市历史上没有多少不相互重叠的“30年时期”。从1861年以来，也就只有4个完整的时期，之间有交叉的30年时期很多，然而，没有独立的证据证明股票比债券运行得更好。即使看一下相对于30年期较短的历史时期的股票收益，我们也不能发现什么证据。

如果拿十年作为标准的话，我们可以发现，在一些更为近期的阶段中，股票收益低于短期利率。在这本书中我发现，在最近这段时间之前，市盈率三次达到高峰：1901年6月，1929年9月和1966年1月。三个高峰中后两个10年期中出现的高峰（1929年和1966年高峰）时期，股市收益低于短期利率。^[8]如果我们拿20年作为标准的话，现实的情况是，在这三个时期中，只有1901年至1921年这段时



期中股票收益超过短期利率。^[9]但是这些高峰过后的每一个20年时期中，股市的行情很差（考虑了通货膨胀）。从1901年6月到1921年6月这一阶段的S&P综合指数几何平均真实收益率为-0.2%。1929年9月到1949年9月年收益率为0.4%，1966年1月到1986年1月为1.9%。尽管收益很少，在1929年至1949年以及1966年至1986年两个阶段中，股市收益仍然要高于短期利率，因为通货膨胀使实际短期利率降到一个非常低的水平。事实上，在1929年至1949年时曾达到过负值。第一次世界大战、第二次世界大战以及越南战争时期通货膨胀使实际利率为零。很难想象，在历史时期发生通货膨胀而降低短期利率与今天的情况有什么联系。今天，我们拥有的长期通货膨胀指数的债券增长超过了4%，并且不受通货膨胀的影响。

而且，在股市实际收益方面，美国自己也许就是个例外，并没有遵守常规。菲里普·乔里奥恩和威廉·高兹曼对1926年至1996年之间39个国家的实际股市增值率（不包括股息）做了研究，发现这些国家中实际年均增值率仅为0.8%（美国年均4.3%）^[10]，所以，如果拿其他国家的经历作为参考，也许会认为未来股市的表现将不尽人意。

能证明在长时间内股票总是优于债券的证据并不存在。而且，即使历史记录支持这种论点，我们也必须认识到（从某种程度上来说，大部分人都应该认识到）未来不会像过去一样。举例来说，投资者过去在股市中取得的成功，现在很有可能造成了广泛的过度投资。各大公司由于策划过多的宏伟计划或在产品开发和广告宣传中投入太多，使得业绩不如以前那么好。也有可能，某些技术的革新被当做是商业前景乐观的原因，而事实上，商业前景有不确定因素。新技术也许会改变企业的优势，使它们被新兴企业所代替。所以，这些变化会提高而不是降低未来30年中股票形势不好的可能性。更重要的是，未来不会像过去那样，即使有像以前那样的高市盈率，市场也不会比以前估价更高。

所以，股票优于债券的“事实”根本不是一个事实。公众没有了解到基本的事实。相反，他们的注意力从基本事实上转移了，至少对于股票的一个基本真理不怎么敏感：股票是对公司现金流的剩余索取



权,只有在兑付了其他所有债权之后,才属于股票持有人。股票,用他们的定义来讲,是非常具有风险性的。投资者也没有注意到另一个事实:没有人能保证股票能赚钱。对在股市上亏损的人没有任何福利措施。

● “股票优于债券理论”在投资文化中的角色

九年之前,我就对股票一贯优于债券这一广为接受的说法感到惊讶,所以,我决定调查一下这个说法到底有多流行。1991 年对美国机构投资者做的问卷调查中,我提出了以下这些问题:

请看下面这个论点:

在过去的 65 年里,股票所得的收益比债券要高得多。从 1926 年以后,没有一个 20 年期债券优于股票。所以任何人如果打算投资 20 年或者 20 年以上的时间,应该首先投资股票。(画圈选择一个)

1. 我同意这种说法。
2. 我不同意这种说法。

在 172 份答卷中,84% 选择了 1,只有 16% 选择了 2——对这种用词强烈的说法给予了强大的支持。

这样的措辞还是没有弄清楚回答者听到股票优于债券这种说法有多少次。为了弄清楚这一点,1993 年秋天,我又向机构投资者提出了相似的问题,但提法不一样。

请看下面这种说法:

“自从 1860 年以来,没有一个 30 年期美国政府债券优于股票”,你是否听到过大致这样的说法(可以有一些细节上的不同,比如不是 30 年时期)

1. 是的,常听见。
2. 是的,一次或两次。
3. 没有。



在 125 个回答者中，52% 选择“是的，常听见”，22% 选择“是的，一次或两次”，26% 选择“没有”。所以，74% 的人说他们记得听说过这种说法。像这样清楚的说法已经成为投资文化的一部分了。

长期的历史知识以及至少可以追溯到 1924 年且在 1991 年或 1993 年被广泛记得的历史知识并不能对 90 年代后期股价突然上涨到历史最高水平做出合理的解释。对于这些知识，投资者显然一直都很清楚。公众相信，市场的下降趋势最终会扭转。这种信心在最近几年里确实成为了非常强大的力量。但是它并不是源于对历史记录的简短新闻报道。我认为，这种信心是因为过去价格增长的反馈机制(第三章讨论)最终被各种参与因素所驱使(第二章讨论)，而不是从长期历史数据的突然发现中得出的结论。

● 关于共同基金，多样化，以及长期拥有的知识

1998 年和 1999 年，詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈塞特在极有影响力的《华尔街日报》上发表了两篇文章说：“多亏了媒体和共同基金，投资者比以前更了解股票，他们学会了长期持有股票，而把价格下跌只看做是短暂的行为，是买进的时机。”所以他们得出结论，投资者已经学到的各种股票组合不具风险性，股票比以前想象的有更高的价值。所以，他们现在愿意更多地投资于股票。由于对股票的投资需求增长，未来的股市将会持续在一个较高水平。^[11]

在这些文章之后，格拉斯曼和哈塞特又出版了一本名为《道琼斯 36 000 点：从股市上升机会中获利的新策略》的书。在书中，他们强调，投资者还没有完全了解到多样化持有股票是没有风险的，投资者将随着对股市的不断深入了解，在未来几年里继续哄抬股价。他们宣称：“达到道琼斯 36 000 点目标的日期可能会是 2005 年的前几个月，但也许会更早一点。”^[12]如果这是真的，人们可以有机会在 2000 年到 2005 年之间大赚一笔，或者投资得更早一点，比如当大部分投资者还在学习关于股票价值的知识时，了解上述情况的投资者就应该早点在股票上投资。尽管本书表面上的主题——因为股票的风险太



大，因此不能看做是政府债券的代替品——这本书所要阐述的（我们可以从书的题目中看到）实际上是，人们可以通过现在购买股票迅速富起来，而其他人则要过后才知道股票是没有风险的。

格拉斯曼和哈塞特指出，人们了解共同基金的优点即这些共同基金愿意进行长期投资并认为股价下跌是暂时的，这些说法是对的。但是从这一点中并不可以推断出人们已经学到，或者正在学习一些重要的事实。我们已经看到股价的下跌并不是暂时的，它有可能会持续几十年，所以即使是长期投资者也应该认识到股票投资的风险性。这也是为什么对共同基金的热情被认为是一种投资热，而并不是源于了解了任何事实。

投资者对选择合适的共同基金显示了极大的兴趣，表现在从一种换到另一种。由于这种高度的投资兴趣，共同基金行业形成了上千种新的基金，与之相对应出现的广告和邮递也迅速增长。然而对共同基金业绩的研究发现，尽管共同基金的发展很好并且有继续下去的趋势，但是这种趋势很微弱而且很短暂。人们似乎认为比较聪明的做法是，观察各种共同基金的表现，然后经常性地各种投资基金之间变换，将投资放在目前表现最好的那个共同基金上去，但事实上，这么做赚的很少。^[13]

1996年，我对投资者认为他们能在股市中赚钱的想法进行了评估，并在对共同基金在整个过程所扮演的角色做出分析后，对个别投资者做了问卷调查，并在问卷中加入了他们对投资整体以及共同基金投资的信任程度的问题，这些问题以及每个问题答案的百分比罗列如下：

试图看准股市的时机，在它下跌时入市，在它上涨时入市：

1. 是件明智的事，我可以非常理智地预见到这样做会获得成功。11%
 2. 不是件明智的事，我不能理智地预见到这样做会获得成功。83%
 3. 没有任何看法。5%
- （回答提问者 131 人）



选择个别股票进行预测，比如说，福特汽车股票何时将会上涨，或者 IBM 的股票将会上涨：

1. 是件明智的事，我可以理智地预见到这样做会成功。
40%

2. 不是明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。
51%

3. 没有任何看法。8%

(回答提问者 131 人)

选择共同基金进行分析，哪些基金能选择上涨的股票：

1. 是件明智的事，我可以理智地预见到这样做会成功。
50%

2. 不是明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。
27%

3. 没有任何看法。23%

(回答提问者 132 人)

从这些结果中，我们可以看到，人们非常相信综合市场的有效性，以致放弃在股市中选择适当时机入市或出市。但是他们常常认为，他们仍然能够选出个别的股票和（特别是）共同基金。只有 27% 的人认为试图选出业绩好的共同基金是件不明智的事，与之相对应的是 51% 的人认为选择个别股票和 83% 的人认为试图在股市中选择适当时机是不明智的。

如果真的有人相信有效市场，那么他会对所有的问题都回答：“不是件明智的事。”如果股价是随机游走的，那么根本不可能选择适当的时机入市，也不可能选择个别股票，更不可能选择其他人选择的股票。

由于能够成功选择共同基金的例子非常少，所以很难说明投资者到底学到了什么，而且很难判断选择好的共同基金经理是否比好的企业经理更容易些？

常有这样一种说法，人们已经知道分散投资的重要性，并且选择



共同基金来达到这种多样性。^[14]对于费用很低而管理较好的公司来说，这种说法有些道理。但是许多公司要求的费用都很高，所以投资者最好还是靠自己来实现这种多样性，而且当他们在一个非免税环境中投资时更要如此，因为通过直接持有股票，投资者可以避免因为共同基金经理们卖出股票实现收益而被征收资本收益税，对于交易量大的基金来说，这是一个重要问题。投资者通过避税，可以弥补因为股票下跌而造成的损失。而如果选择共同基金，那么在避税方面就有明显局限性。

● 知识局限性

公众常被认为学会了股票在下跌之后总会反弹的知识。我们已经看到，许多证据证明大部分人是这么想的，但是他们想错了。股票可以下跌，而且可以下跌许多年。市场可以被高估，同样可以低迷许多年。

公众常被认为了解了，从长期看股票总是优于其他投资，比如债券，所以长期投资者投资股票会好一些。我们看到，有证据表明大部分人是这么想的，但他们又想错了。在数十年的时间里，股票并不比其他投资优越，也没有理由相信它将来也会这样。

公众也常被认为学会了，股票投资聪明的做法在于选择共同基金，因为它们了解市场的变化。我们发现大部分人确实是这么想的，但他们又一次错了。选择业绩良好的共同基金所获得的收益比投资者想象的要少。

当这些事实是错误时，就不能称做是学问。总有一天，投资者会推翻这些事实。但在这之前，我们必须考虑自己作为个人，作为社会的一员，应该做些什么——这个问题将把我们领入最后这一章。



第五篇

理性

行动



自由环境中的投机风险

近期出现的股市高估现象并不是什么好事情。经过对股市长期资料的分析，分析家们并不像许多人想象的那样，对目前行情的判断会十分一致。股市能够达到目前的高位恰恰是因为人们看法不一造成的。尽管如此，很少有人认为有必要对整个股市的长期投资收益进行详细研究。大多数人的投资动机事实上无外乎源于三种心态：心血来潮、随机关注和“传统智慧”的直觉，这种过分人为的行为深受媒体的影响，媒体热衷于吸引观众和读者，很少以定量分析引导读者，而本来读者是可以对总体股市水平有一个正确的印象的。

近期股市的高估大家都有目共睹，如果那些名声显赫的人物对此点头默许、保持缄默，或拒绝评论这种现象，任由那些从事短期预测、并且同投资银行和中介公司有关联利益的股市分析师们作评论的话，他们就犯下了一个严重的错误。



股市评论是一个国家乃至整个经济发展中的一件举足轻重的大事。无论是个人还是集体，他们对未来的规划都将根据现有的财富确定。如果财富在一夜之间挥发殆尽了，来来计划顿时会变成空中楼阁。投机行为正如泡沫一样，一开始沸腾膨胀，随后骤然收缩，像这样的趋势很有可能会导致财产分配上的贫富悬殊。不仅如此，有时甚至还让许多人对资本主义和自由市场体制的活力产生质疑。因此，我们必须清楚经济高涨后骤然紧缩的后果，更应该明白个人和国家对于这种前景将采取何种对策。

当然，在当前的政治经济环境下，如果有谁敢公开断言今后几年的股市收益将会偏低或是前景不容乐观的话，那么他就会自讨苦吃。我们在这本书中已经看到，当股价暴涨（从近期数据不难看出，现在的股市就处于这种状态）或者狂跌时，整个市场行情从长期来看是可以预测的。尽管如此，这种前景总令人忐忑不安、琢磨不透。有人在对这种未修正的牛市进行了一番观察之后，为防止出错而采取了按兵不动、保持缄默的策略。这种人其实和医生的做法没什么两样，医生在诊断出病人患有高血压后不明说出来，可能是认为病人的恶疾也许会出现奇迹，不治而愈，或者也许症状是隐性的。（相反，在21世纪初的几年里，股市下跌还是继续上扬既不能说明本书研究的非理性繁荣一定就是正确的论断，也不足以推翻这一核心思想。）

● 新千年初期股市展望

现在让我们回顾一下本书第二章列出的导致20世纪末股市“牛”气十足的12个因素，比如互联网的长足发展，国外竞争对手经济实力的削弱，20世纪50年代的生育高峰等。在这些因素中，哪一种最有可能在21世纪继续存在并对股市高涨发挥比现在更强的作用呢？

如果这些因素对股市的催化作用反继续保持在近期水平上，不再进一步推高股价，那么股市的收益恐怕只能来自股息了。由于近期美国股市的股息一股价比率只略高于1%，处于相对稳定的水平，因



此，股市收益率只会在 1% 左右徘徊，这点收益显然少得可怜。因此，人们希望这些因素能发挥更大的催化作用，使股市收益至少保持在历史平均水平之上。^[1]

笔者在本书第二章列出的 12 个因素中，有两个因素在 21 世纪初期大有抬头之势，很可能导致股价再度大幅上扬。在这种情况下——如果股息像近期情况一样，没能同步增长——那么股息股价比率只会跌得更低，而且长期以来的股市价格水平是否能一如既往地维持下去就更加令人揣摩不透。

曾几何时，人们还在为互联网是否是人类最瞩目的发明之一争论不休。现在，许多人已经在使用它，发现它还能把人类带人一个全新的世界。人们在使用互联网的过程中，切身体验到了科技的进步，甚至还过分着迷于这种技术带来的好处——这种过度的迷信表现在过分地看好目前创造高股价的公司。互联网技术还有相当大的增长余地。美国市场调查公司——国际数据公司调查表明，全美互联网的成人用户数量已在 1999 年末超过了 1 亿人，预计在 2003 年达到 1.77 亿人。从全球来看^[2]，从互联网用户将从 1998 年的 1.42 亿人增长到 2003 年 5.02 亿人。互联网用户数量不断暴涨，将最终导致所有人都使用这一技术，因此不难设想，人们对股市水平上扬的心理渴求将会愈发强烈。

然而，互联网的未来增长速度并不如最初预计的那样，数以百万计。互联网技术早已传遍了全球，许多潜在的新用户已经听说过这一新事将，因此，对他们来说并不稀奇。当人们进入 2001 年迎来人类纪元第三个千年之际，还会有更多振奋人心的新技术继续在全球传播，而且这种趋势会愈演愈烈，那时互联网技术就难免会被人们渐渐冷落。但是无论怎样，富裕起来的人都会把手中的闲钱投到股市中去，这样他们仍会与互联网有一定的联系。但是由于我们渐渐习惯于有网络伴随身旁，因此它自身所具有的新事物的象征意义很可能会消失殆尽。长此以往，互联网就会逐渐与象征远大前途的新技术失去联系，变得像电话号码本一样普通了。但不管怎样，互联网技术的发展仍会给股市带来一定的繁荣。

股票在线交易的发展、电子股票和衍生交易的出现以及 24 小时



运行的股市使得股票交易有可能向价格低廉、手续简便的趋势持续发展。一项预测表明，全美进行在线投资的家庭账户数量预计从1999年的310万个增长到2003年的970万个^[3]，如此巨大的投资数量必将逐渐活跃股市，同时也无疑将刺激更多的人对股票投资感兴趣。正如本书第二章分析的那样，投资兴趣升温可以推高股市，尽管这种刺激的效果还不十分确定。

本书第二章谈到的其他因素在支持高价股市中会保持稳定。一些媒体如有线电台的商业频道和报纸的“财经”专版仍旧会继续炒作股市新闻。然而，很难设想它们的数量还会像其他电视频道和报纸版面那样成倍地增长。问题的关键在于，公众对媒体的注意是否能经得住时间的考验，能否维持在现有的水平上。因此，公众的反应部分解释了我们曾见到的媒体报道的不断扩大这一现象。在本书第三章进行的历史回顾中，我们认为新闻的焦点随着时间的推移或许会逐渐脱离投资这个话题而发生一定的变化，焦点话题的转移也会反过来改变新闻媒体的特性，这很可能会弱化投资文化势力的扩张。

目前，最根本的股市投资的不确定性在于：是否能够持续维持偏低的通货膨胀率。美国（也包括其他一些国家）在20世纪60年代实行的离压经济政策曾经引发了通货膨胀，并作为美国和平时期惟一的一次严重通货膨胀，这本身就是反常的现象。现在，美国人既然已经经历了这段时期，并尝到了它的苦果，就不太可能会重蹈覆辙了。然而，既然我们的体制自那个时候以来并未发生根本的变化，通货膨胀再生的可能性就不能完全排除。举两个简单的例子，石油短缺或者战争都有可能像过去那样引发不幸的通货膨胀。

目前，市场持续呈现出通胀率偏低的迹象，持续的低通胀率将引起面定收入投资名义收益的增加，从而推动股市上涨。有一点是相当肯定的，通货膨胀率决不会持续处于低水平，因为任何货币组织都不会允许市场上出现对经济发展极为不利的低通胀率。因此，低通胀率最多是稳定的因素，但不是扩大、鼓励股市继续高涨的因素。

参与投机活动的公共机构正在不断地增加，刺激赌博发展的公共机构的崛起似乎不可逆转，除非发生什么特大丑闻或者灾害使民意对

它们不利。笔者曾经提出过，投机机构在我们的社会文化中占有重要位置，可能鼓励金融市场中的投机思想，但这意味着什么样的股市前景我们还不得而知，因为我们确实还没有找到强有力的理论依据。

笔者曾提到过，其他支持高价股市的因素也很可能在未来的市场行情下摇摇欲坠。第二次世界大战后的生育高峰对股市的影响也会随着时间的推移逐渐淡化。毋庸置疑，2030 年退休人员的数量肯定会超过现在的数量，除非未来社会爆发难以预料的事件，比如突发前所未有的疾病，导致大量老年人死亡。由于医疗技术的提高，退休人员生活的依赖程度将越来越高，他们将靠股票收益养活自己。当然，正如本书前面分析过的那样，美国的经济增长速度和股票海外需求数量也给这种影响的最终结局蒙上了一层阴影。生育高峰刺激股市增长的预测心理会在公众的心目中最终消失。

有时人们会猜测，政府针对出生率下降采取了相应的措施，它们可能是有利于股市繁荣而不是导致股市下跌。例如，克林顿总统在 1999 年发表的国情咨文中建议说，在今后的 15 年里，将有 2.7 万亿美元的联邦政府基金被用于设立社会公债信贷基金，其中的 1/4 将会投放到股市。如果类似的计划最终被采纳的话，就会使股票需求有所增加（与 16 万亿美元的市值相比）。当然，政府很难说，未来对股市需求在多大程度上被纳入市场期望中并因此反映在股价上。另外，这种股票需求的增长将在何时影响市场也很难说。当生育高峰期出生的人们退休时，政府的政策将难以阻止对股票需求的最终下降。

1990 年以后，我们的国外竞争对手实力开始下降，资本主义经济得到发展，但这种胜利感不可能无限期地持续下去。为增强社会保障能力而购买股票在最大程度上能抵消个人购买力的下降。正如比赛时没有哪个参赛队伍在每个赛季都能保持连胜一样，当外国经济在进行必要的调整的时候，可以预计到会发生象征性的盈亏。

那么，在 21 世纪初期，我们所讨论过的对股市有催化作用的 12 个因素彼此间会如何消长呢？其中两种因素（即互联网繁荣和股票交易机会增加）对股市的影响可能会越来越强，另外两种因素（即生育高峰和战胜国外对手的优越感）的影响作用会逐渐减弱，而其他因素



的作用可能仍旧保持不变。总之，并非所有的因素都能像人们预测的那样一定能起作用。如果这些催化因素不发生变化意味着市场行情也保持不变，那么股票收益只会保持在低股息水平上。

尽管人们预测这些因素的影响作用不会发生什么变化，但这并非意味着股市发生变化的迹象也不复存在。市场之所以维持在现在的水平上，从根本上说是由于在反馈机制（见本书第三章）的促进作用下，催化因素的影响力日益增强。这些因素的成熟性导致了股价上升，同时也刺激了媒体增加对股市的宣传（它对于股市水平的重要性已在本书第四章阐明）。

如果这些催化因素在 21 世纪的最初十年停止发展的话，那么股市要维持目前的水平将遇到越来越多的麻烦。随着时间的流逝，股市带给人们的刺激感、投资文化潮和“用家庭储蓄炒股”的感觉就都有可能日渐泯灭。人们很可能对投资以外的其他事情更感兴趣，并将所谓“新时代”理论（见本书第二章）置于九霄云外。他们的注意力会转向市场新的心理依托，培养新的常规判断力和社会注意力（见本书第三篇）。这些变化意味着股市的长期前景并不乐观。

● 新的可能因素

我们不应总是拘泥于分析过去存在的催化因素，尽管新的市场价值催化因素的具体内容和性质尚难预测，但无论是支持性的还是摧毁性的，毫无疑问，它们会发展起来。对于这些可能出现的新因素，市场上还未曾展开深入的讨论，这是因为人们目前仍旧无法对它们进行具体的分析。大多数人的心理是：不管未来如何发展，至少应当像媒体宣传的那样，应该依赖于高新技术的发展，因而新闻报道的口气通常都非常乐观。

然而，当美国经济实力相对强大时，重新回顾那些过去和今后都阻碍经济发展、抑制收益增长的不利因素是非常必要的。它们在过去阻止收益增长的强劲势头，将来还可能如此。正如 1991 年经济衰退所要求的那样，美国目前收益增长的事实证明了目前的体制应当保持

下去，而没有大的障碍。从这一点上来说，我们的确是赶上幸运的年代了。

当然，能够抑制收益增长的因素还有许多，我们可以列举出其中的一些。目前它们很可能就存在着，如消费需求的下降、新发展机遇的短缺、重大技术尝试的失败、日渐白热化的国际竞争、工会运动的复兴、石油危机、公司税的增加、在减员增效和对雇员实施刺激为主的薪金制度的长期后果方面的许多新问题、雇员士气与生产力的降低、战争（即便是外国战争也会影响本国交易、破坏稳定的经济运行环境）、阻碍经济活动的恐怖主义威胁和暴力活动、降低技术安全系数的工业事故、过分的限制和反垄断行为、提高外国关税、进口配额限制、国际经济萧条、愈加严格的环境标准、矛头指向企业的集体诉讼案、摇摆不定的货币政策、大型银行或金融机构破产导致的系统故障、广泛传播的性质类似于千年虫的电脑系统故障、一发不可收拾的电脑病毒或通信卫星故障、大范围的恶劣气候、自然灾害、传染病，等等，不胜枚举。的确，以上列出的大部分因素在十年前还不曾为人所知。

于是，上述诸多因素像往常那样留给我们一个令人费解的问题。现在不仅要预测各种规模小、数量多的因素发生的可能性，而且还要估算它们共同起作用时更为严重的综合效应。可以想象，各种因素会通过对社会和经济的影响来引发其他因素的产生。不久前发生的亚洲金融危机就是由于许多独立因素的共同作用造成的：如国外投资者对亚洲经济形势信心下降、汇率危机、银行危机、股市下跌、公务员腐败曝光等等。这些因素相辅相成，综合作用，最终引发了金融危机。

● 公平与怨恨

从前面的分析看，导致收益回落的许多潜在因素最终都与工作士气、忠诚程度和投资群体的公平感有关。目前，拥有自己企业的美国公民公开的怨恨情绪似乎达到了历史最低点。商人与社会名流的地位相当，工会的力量则陷入了历史上最为脆弱的时期。然而，由于收入



分配的日渐悬殊，而且交易者们又经常莫名其妙地大发横财，因此美国的公众舆论又开始唾弃亲商主义思想。

经济学家雷·费尔的估算表明，如果市场收益增长情况如预期的那样，并且美国每年国民生产总值增长率能保持在4%以上，那么到了2010年，企业税后收益在国民生产总值中所占的比重就会超过12%，这个数字几乎比1948年以来任何时期的收益都翻了一番。^[4]设想一下，国民生产总值中竟会有这么一大部分以企业收益的形式流入了商人的腰包里，社会舆论怎能容忍这种独占行为而毫无怨言呢？回首从前，也就是1901年，恰恰就是这种商业怨恨鼓动了激进的反垄断主义者制定出企业法律和条例，从而终结了“利益共同体”的大繁荣时代（见本书第五章），也恰恰就是这种不平的怨恨在1929年以后促使社会主义和共产主义运动高涨，导致了30年代的经济动荡（见本书第五章）。

另一个限制美国收益增长的潜在因素是来自国外对美国的怨恨排斥感。美国在高科技发展方面的统治地位是有目共睹的。近几年来，国际社会对许多关于美国企业成功实例的报道一直持藐视态度。例如，互联网象征着当今高度发达、刺激诱人的科学技术，然而这个领域却一直是由美国的众多软件公司控制，无论在浏览器和搜索引擎方面还是在线供应商等方面都一贯如此。像美国微软公司这样的名字早已享誉全球。无论人们何时启动视窗进入互联网都能看到它的名字。难道这不会使其他国家对这种技术产生一种排斥感么？

如果把美国说成是高科技霸权主义者是极不公平的。微软公司是如何占据今天这样惊人的统治地位的呢？信不信由你，它常常被形容成为凶狠贪婪的杀手。互联网凭什么总被美国统治着呢？万维网技术其实是由欧洲国家首先发明的，它的雏形也是由英国和比利时的科学家在瑞士的实验室里研制出来的。但是当我们启动电脑时却看不到这些人的名字。

反美情绪和美国的自由企业制度也隐含着一定的道德内涵；其他经济不如美国发达的国家以为，他们的社会和个人比美国人更关心公正、公平和人类的价值，这或许与经济的相对落后没什么关系。如果



这一反美情绪就其道德根源来说在社会意识形态中具有很大势力的话，它可能会导致人们更加奋发图强，挑战美国的知名企业或者干脆排斥这些企业。

在亚洲金融危机这一问题上，美国被说成了是令本已危如累卵的亚洲经济更加恶化的始作俑者。那些派往亚洲地区的经济顾问大都是在美国接受过培训的经济学家，尽管其初衷是帮助这些国家解决问题，但这些举动也有负面的象征意义。

日益高涨的国内与国际反美情绪可能会提高某些威胁收益增长的事件爆发的概率。大多数金融经济学家的词汇表里没有“怨恨”这个词，然而它却是历史发展过程中的一股强大的力量。

● 共同承担增长受限制的责任

随着世界经济的发展，废气排放等环境污染事件也会增加，其严重的负作用令不少人忧心忡忡。1997年《京都条约》建议，38个世界工业发达国家在2008年到2012年期间应相应减少二氧化碳和其他导致温室效应的气体排放量，平均排放量应比1990年减少5.2%。

经济学家估测说，如果不加任何修正，彻底贯彻这一条约将要花费经济富裕国家1.5万亿美元的成本。^[9]而国际组织为控制废气排放所做出的努力还是会招来更多的不合作情绪。从某种意义上讲，《京都条约》所规定的废气排放限量措施远远不足以解决温室效应废气排放的问题。1995年，联合国政府间气候变化专门小组号召立即减少50%~70%的温室效应废气排放量。然而废气排放不仅没有降低，反而急速剧增，而且这种情况大都出现在发展中国家。

看来，企业和个人努力减少废气排放量和进行全球性限制措施所需的成本是无法预测的。然而，当发达国家在曾经走过的道路上踽踽独行时，难以避免的冲突便产生了，它加剧了环境污染问题，因此，能够正确反映股市水平的收益的大幅增长现象似乎不太可能出现了。

综上所述，国际上仍存在针对发达经济国家成功的怨恨情绪和收益增长的种种限制，这些都使我们增强了股市前景不济的猜测。



● 投资者现在该何去何从

如果美国的股市在 21 世纪前十年左右时间将蹒跚地走下降道路的话,比如说回落到 20 世纪 90 年代中期的水平甚至更低,那么,无论个人、基金、高校助学基金还是其他的市场受益人都将发现,他们在上万亿美元的综合指数中变得更加贫穷,其真正的损失就好比所有学校、农场甚至住宅毁于一旦所造成的损失。^[6]

有人可能会说,这样的股市下跌绝对不会有负面作用,因为股价下跌并未带来任何实际损失,只不过是纸上和我们思想上的变化。有人会说,如果市场真要下跌一半的话,不过是在市值方面又把我们带回到了几年前的股市。然而,问题在于,不同人承受了不同程度的损失。一些驾驭股市的人将乐于持股,保持收益;而刚入市的人则只有承担损失了。因此,股市暴跌只会让新人市的人更穷,而股市老手们则更富。

有些人过分依靠股市投资,或者过分看好未来市场的投资前景。我们可以想象一下,如果股市发生变化,将对这类投资者的生活产生何种影响。有些人为了供子女上大学而从股市投资中留下一小部分钱作为储蓄,这是远远不够的,他们会发现手中各种股票组合的真正价值无法支付不断上涨的大学学费。所以,他们的子女只有靠贷款读书或者靠打工来支付学费,或者他们干脆决定不上大学而直接去工作,把当医生、律师或者其他体面的职业的美梦统统抛在脑后。

另有一些年龄稍大的人可能会在工作中屡次碰壁,即使踌躇满志也屡受挫折。尽管他们手中的开支越来越紧,但收入水平还要继续维持,每天的工作也照常要做,于是那些原本希望用于实现个人梦想的时间和精力全都耗费在这些烦心事上了。

人们由于过于相信养老金投资股市会收益颇丰的说法,实际上到头来并无任何储蓄以供养老,这些人会发现,养老金缴纳方案和社会保障金未能让他们过上一种舒适的退休生活。如果连收益都没有的话,那么长久萦绕在脑海中的“惊人”的综合收益的说法就并不可



信。因此，在这个老人依靠年轻人的社会里，积蓄少的人只有自力更生，他们或许只能过简单朴素的日子——那就意味着整天闷在家里。

高等院校和基金会将大量的捐赠款投入股市，它们会发现，能够完成获利使命的能力越来越脆弱。例如，福特基金会于 1969 年股市高峰期间出版的一份颇具影响力的报告表明，人们应该把大量的教育基金投资于股市，以期把握好获取高额收益的最佳时机。该基金会自己就采取了这种投资举措。1974 年股市崩盘之后，该基金会的损失巨大，从 41 亿美元跌到 17 亿美元。该基金会将年补助金从 1973 年的 1.77 亿美元缩减到 1979 年的 0.76 亿美元。尽管该基金会仍继续开展扶贫项目，但在学术研究补助金、学术交流项目 and 艺术领域研究方面进行了大量削减。罗切斯特大学曾经在 1969 年度报告中被盛赞为向股市进军的投资者，它后来也遭到了类似的打击，该校于 1973 年和 1974 年两年间损失了超过一半的助学基金。^[7]这些或者更糟的损失今天也有可能降临在那些在股市中大举投资的基金会和院校身上。

那么，如今的投资者该何去何从呢？首先，根据目前股市具体行情，应当减少持有美国股票的份额。当然，还是那句老话：不要过于依赖任何一项投资，至少应该采取多样化的投资方法。

然而，劝谏个人或社会机构脱离股市投资是相当困难的。如果多数人突然采纳了这一建议而撤资，整个市场就会骤然下跌。事实上，我们不可能全都脱离股市，最多只能把股票抛售给其他的投资者。最后总有人持有发行在外的股票。那些在股市上涨时购股的人都已经不幸地犯了错误，现在再来纠正为时已晚了。

因此，所有的投资者现在必须采取一项重大行动，即在进行经济决策时减少对股市的依赖性。个人投资者应当考虑增加储蓄，至于基金会和大学院校应该考虑减少助学金的支付比率。

股市繁荣的乐观景象已经与美国大幅度降低的个人储蓄率同时并存——事实上现在的个人储蓄率已接近于零。美国大多数的存款不是以可维持的收益形式归集体共有，就是以剩余存款形式归政府所有，其受益人并不是按照人口分布平均分配的。



从国民收入水平角度看，股市在 21 世纪前十年的某个时期将会有所下跌，这种预测是有根据的，因为用于抵消这一下跌趋势的个人储蓄额是个不小的数目。例如，如果我们花十年的时间用个人储蓄抵消股市下跌金额，若是没有较高的收益率和高复利的话，那么就必須将每年税前收入的 10% 转为存款。

同样，在股市投资的大学院校和基金会应当在可能的情况下减少支出，这个结论与最近一些助学基金的支付方案是针锋相对的。例如，国家补助金网络是一个健全的基金会组织，它在 1999 年公布了一份报告，敦促所有的基金会将国家法定的占资产 5% 的支付比率增至 6%。^[8]因此，不少因股市繁荣而拥有大量助学金和校友捐助金的大学院校在它的鼓动下扩大了支付，把大量的助学金用于股市投资。事实上，这种建议正起着严重的误导作用。

● 退休方案

自 1982 年股市低迷以来，企业雇主规定了规定缴费的养老金方案，即企业设立包括所有雇员的投资基金，区别于另一个历史更长的规定受益方案，即企业保证雇员退休后的基本养老金。这一演变标志着从由社会共同承担养老责任到由个人负责其社会保障的思想转变。这些 401(k) 方案和类似规定受益方案旨在鼓励普通工作人员效仿富人的投资策略，以便为自己提供经济保障。然而很少有人注意到，富人由于资产的整体水平较高，即使在股市下跌时，其损失对他们来说也是小菜一碟，不用担心。

新养老金方案的出现在许多方面是一个好的转变，因为以前的规定受益方案通常不考虑通货膨胀的影响（这是一个难以解释的错误判断，它使人们开始怀疑专家替自己管理投资是否真的能够致富）。^[9]在旧受益方案规定下，退休人员通常会看到自己的大部分养老金的真正价值由于通货膨胀的原因损失殆尽。

然而，即使新的规定养老金方案杜绝了这个问题，在过渡期内仍存在着某些不足，即保证领取养老金者生活水平的集体责任感。规划

良好的规定受益方案可谓是领取养老金者的一项风险管理制度，它有利于减少低收入领取者的投资风险。现在，加入养老金方案的人实际上可以按规定选择自己的投资计划（目的是为了捐助养老金），从而把握住自己的机遇。正如我们所见，他们可以灵活地选择多种股市投资方案，因此（正如本书第二章讲的），在股市大兴投资的趋势下并不会有过于微妙的摩擦。

尽管保值贴补政府债券最近有 4% 的市收益率，并且没有风险，但投资于此的计划很少。这是计划退休者的一项清楚明白的选择。它比股市投资更具安全感，有利于广大低收入者进行投资。雇主和政府只需鼓励投资者用退休基金购买公债或者加入 401(k) 方案就可。现有的组织机构不鼓励雇主对雇员的投资计划施加领导压力，只是要他们提供标准的选择方案，通常涉及股市。

此外，投资者选择的方案比较单一。在 20 世纪 90 年代早期，大多数的 401(k) 余额都投资于担保投资契约（简称 GICs）和由保险公司提供的、不计通胀指数的固定收入投资形式上。担保投资契约在 20 世纪 90 年代早期的两次违约行为说明，它无法为投资者提供可靠的保证，因而名誉扫地。同时，大量的宣传资料显示，专家们一致认为人们投放到股市的资金还远远不够。自那时起，投资者就开始舍弃担保投资契约而逐渐转向股市了。最近，根据投资公司机构/雇员保障金调查机构的研究，1996 年投入股市的 401(k) 养老金方案余额超过 2/3^[10]，甚至在即将退休的 60 岁左右的投资者中，许多人把大部分余额投入到股市中去。如果 401(k) 倾向于投资股市的趋势自 1996 年来一直持续不变的话，那么今天股市中的方案余额价值甚至会更高。许多投资者无疑将所有的养老基金都投入了股市。^[11]

由于 401(k) 的大部分投资都在股市中发挥着作用，因此股市的狂跌将会给许多退休的投资者带来极为严重的影响，而跌到近期价值的一半绝不是没有可能的。考虑到缺乏大量的社会保障基金，而且大多数退休者除了养老金、房屋和社会保障基金之外一无所有，这种股市下跌及其后果的确要受到社会的关注。^[12]

然而，这种投资风险却得不到社会足够的关注。现在几乎无人对



此提高警惕，反而充满了指责投资者过于保守而错过最佳投资机遇的责备之声。

401(k)方案的管理者通常不对雇员如何进行投资提供任何忠告，直到劳动部于1996年颁布有关规定为止。他们由于担心承担潜在的责任，一直都不对该方案提出任何投资忠告。^[13]现在，该方案将在某些时候警告投资者注意投资多元化的重要性，然而我们都知道，这些提醒与警告其实没有什么说服力，因此即使说了也无济于事。通常所采取的策略是完全尊重投资者自己的选择，这就好比人们完全有理由、有权利将大量的资金投入股市一样，也正如他们的判断完全出于个人的喜好，与流行文化虚构的股票商机毫无关系。

目前只为投资者提供选择不给予忠告的策略导致了严重的错误。而且，目前的市场风气在向养老金方案施加压力，委婉地要求市场提供人之所想、人之所需的投资工具，最终还是用政府政策来鼓励投资者利用指数调整法不断完善养老金方案。

负责执行该方案的权力机关（企业中的赞助者或该方案自身的发起者）应当出面采取强有力的措施，反对将全部或近乎全部的方案余额都投资到股市中，应当提倡多元化投资，主张将大部分余额用于低风险投资，如保值贴补债券等。此外，还应推出考虑通胀指数的年度退休保险金制度，建议退休者以这种形式获取退休收入。如果这些方案有利于正常的指数调整，并发挥适当的作用，这对于低收入者来说是一个很强的动力，对企业养老金方案从以前的规定受益方案转变过来也是一个很好的催化作用。这种指数调整也可以称为消费者价格指数和人均国民收入，或者称为两者之和。^[14]今后，风险管理契约的变化会越来越多，雇员们就需要获得更多的忠告以便利用这些契约。

● 社会保障制度

提出这一内容，旨在建议在股市投资时应当设立一部分社会保障信托基金。美国人已经惊异于股市的高收益，因而对社会保障投资收益比养老金方案投资收益少得多感到十分不解，同时也不明白为什么



限制他们在股市中投资。如果政府彻底贯彻这一政策的话，就必须与另一个重要的国家风险承担机构协调关系。

我们可以将社会保障制度看做是政府对家庭内部共担风险制度的运用。年轻一代认为，自己有义务照顾年迈的父母以报养育之恩。因此，中年人也认为自己同时负有照顾老人和孩子的责任。这些义务是由个人的道德感和爱心决定的，与法律责任的关系不大。因此，旧的家庭制度鼓励几代人共同承担风险。如果一个人上有老下有小的话，他就要两者兼顾，这不是某种契约形式决定的，而是由血缘关系和自身需要决定的。如果年长的人体弱多病，更需要依赖家人的照顾，如果活得更长的话，他们就会获得更多的家庭福利。如果年轻的家庭成员这样做的话，他们也会获得更多的家庭福利。这样一来，家庭中的几代人就可以共同承担风险了。

家庭共担经济风险制度的问题在于，它具有不可靠性。家庭成员可能会过早地死亡，或者到了法定年龄而不能或不愿履行义务。建立社会保障制度旨在通过用几代人之间的契约性义务替代单个家庭成员与他人的契约关系，从而缓和共担经济风险制度的矛盾。

在美国（正如许多其他国家的制度一样），社会保障制度从根本上讲是一种所得税扣除制度，工薪阶层的投资现在并没有投入到实际的资产中去，而是支付给了那些需要资助的退休者们。这样一来，社会保障制度效仿了传统的、不依赖任何投资的家庭制度。的确，传统家庭制度不依靠投资而为今后的生活积累财富，因为通常情况下在十年左右的时间内没有可供积蓄进行可靠投资的方式。现在整个社会对股市的信心过高，人们似乎感到购买股票就是一种有助于积蓄的可靠投资方式。事实上，人们并未广泛地意识到现在已经离从前的状态越来越近了。购买股票并不是一种安全的投资方式，尽管国内外的个人投资者都投资于安全可靠的保值贴补政府公债，这些政府公债却不是整个社会的投资，因为它的净价值为零。这些政府公债之所以安全可靠，是因为纳税人保证按规定纳税的缘故。从整个国家来看，并不存在安全的投资方式，因为许多因素都可以导致经济不稳定。如果经济运转不灵，国民收入下降，那么就业人口的税率就会提高，从而保证



向受保障的退休人员支付的社会救济金不会下降，这样社会就可能经历一次后果严重的经济衰退。为保护社会中的一部分人不受经济损失而牺牲另一部分人的利益，迫使他们承受经济衰退带来的严重损失，这种方法是不可取的。

美国于20世纪30年代建立了社会保障制度，被称之为使第一批受益人获取意外财富的制度。按常理说，他们对福利基金的贡献远不如受益的多。然而，这笔意外之财并不是信手拈来的，因为当家庭成员看到政府在救济这些亲属时，便会考虑减少他们应尽的家庭义务。第一批“意外之财”获得者的财富可能会被子女照顾支出的减少所抵消。子女通过交纳社会保障金来代替花费时间和精力照顾父母的义务，这样，社会保障制度只负责承担子女本应承担的照顾父母的责任，并未发生实质性的变化，只不过比从前更具有统一性和可靠性。

然而，抵消了社会保障制度的利益就等于损失了几代人需求中的平衡感。这些现在已经落人俗套的说法仍在国会中争执不休，而且用词越来越故弄玄虚，证明家庭中存在显而易见的相对需求的证据也越来越乏力。政府辩论的能力还是有限的，它无法紧扣家庭成员的需求和各代人的能力而展开讨论，因此，家庭的功能仍旧是几代人之间最根本的风险管理机构。

如果政府真的采纳了某些人的不合理建议，用规定缴费养老金方案代替现有的社会保障制度，将方案的余额投资于股市，甚至允许个人投资者自由选择投资种类，那么将会造成严重的后果。这样的方案会设法利用人们对金融市场运作一如往常的希望来代替现有的服务于老年人的社会制度。当市场创下相对的高纪录时，采纳这种方案无疑会成为历史性的错误。幸好大多数建议都提倡在股市中建立社会保障委托基金这种稳定的投资方式。^[15]

社会保障制度改革不仅应当以在股市中投入委托基金的形式进行，而且应当使这种制度面对经济风险时反应更快。这样，才能保证金融机构能够共担风险。缴纳率与收益率应根据员工和退休人员的相对需求变化面不断调整。无论是缴纳金还是收益金都应当按指数计算，计算时不按消费价格指数，而是按照人均国民收入值计算。如果



社会保障制度在家庭内部贯彻执行的话，我们必须进行改革使其不断制度化，看上去更公正、更人道——使其成为一种能够承担风险、缓和过重经济负担的制度。^[16]

● 货币政策与投机性泡沫

回首往昔，当股市如泡沫般膨胀时，政府曾经采取过紧缩货币的政策。例如，1929年2月14日，联储将再贴现率从5%提高到6%，表面上是为了控制投机买卖。20世纪30年代初期，它延续了紧缩的货币政策，使股市下降逐渐演变为有史以来最大幅度的下跌，使经济进一步恶化，导致严重的全国性经济萧条。

1989年5月到1990年期间，正值日本股市的高涨期，日本银行将再贴现率从2.5%提高到6%以稳定金融市场（有人认为金融市场价格过高是由于粗放型货币政策造成的）和日元，而银行的这一举措可能会造成股市下跌和紧随而来的严重萧条。^[17]

尽管在风云变幻的年代里很难摆脱这种无形的联系，但有一点我们都知道，利率政策是影响整个经济的根本动因。它可以用来纠正投机性泡沫现象，但却不能纠正整个经济运行，正如全身放射疗法起调整全局的作用，与外科激光疗法有所不同。而且，投机性泡沫就好比现在的状态，它随着人们思想的变化长期而缓慢地发展。利率的细微变化对这种思想没有可预测的效果，但利率的巨大变化则有，因为这种变化对整个经济的运行会形成毁灭性的影响。

20世纪30年代的经济大萧条从根本上来讲是由于货币当局试图通过利率政策稳定投机市场的失败举动而造成的，尽管它针对的不是股市，而是自身的货币市场，但还是造成了整个股市的危机。许多国家试图用金本位制抵抗经济萧条的袭击，保持而定的汇率制度。但实际上那些最早放弃货币保护政策的国家最早摆脱了经济萧条。^[18]

当股市价格过高时，货币当局适当地提高利率是有的放矢的，只要能使公众认为利率上升的目的在于抑制投机买卖就不会有太大问题。然而，货币当局通常不应通过激进的货币紧缩政策来使投机性泡



沫破碎。

● 舆论领导者的稳定权威

长久以来，知识分子和道义领导者限制金融市场内投机活动的方式是，在价格偏低或过高时，用发表评论等方式试图引起公众对此予以必要的关注。这种方法在历史上曾被反复地采用，只不过其成功与否尚无定论。

在1907年股市下跌期间，同时在10月份也并发了一场银行恐慌，国家金融决策当局公开声明对股市仍旧信心十足，并表示即使倾家荡产也在所不惜。约翰·D·洛克菲勒说：“我个人对股票未来价值信心十足，也相信经济状况也会逐步好转。”他与J.P. 摩根组建了银行家集合资金，借钱帮助银行。1929年10月24日的黑色星期四，国内最有影响力的五家银行领导人会见了摩根，发表声明宣称，他们相信“市场的基本面将会逐步健全完善”^[19]。尽管他们未曾公布购股的具体计划，声明却被解释为他们将这么做。这次试图稳定市场的行动并未成功。几天以后，1929年10月28日至10月29日的股市危机便爆发了。

联储成立后出现了三次重大的股市高峰期，即20世纪20年代末、60年代中期和90年代。每次高峰期，联邦储备委员会主席就会警告说股市价格已经偏高。本书前面提到过的1929年提高利率的措施是直接针对投机行为的。1966年股市高峰与1965年联储主席威廉·迈克切斯内·马丁的声明几乎同步，他表示，已察觉到当时的经济状况与20年代经济危机前夕很雷同，令人忧心忡忡。他举例说，其中一个相似的特点就是社会上弥漫着“新时代”已经开始的坚定信念。^[20]以后美联储主席再没有对股市过度增长发表过警告声明，直到格林斯潘在1996年12月发表的“非理性繁荣”的演讲中再度提起，即下一个股市高涨期的开端。看来联储主席似乎保留了价格定位过高时期对市场价格的公开声明。只不过无法判断这些很少发表的声明是否能有效地稳定市场，否则股市将有多大的震荡我们也不得而知。



这些道义权威发挥作用时存在的问题是：尽管市场价格偏低或偏高的观点在专家分析当中成为了常识性概念，但却从没有被普遍接受。做出这些声明的决策者们发现，他们自己这样做是根据个人的观点：它是一种对市场基本形势和心理的直觉判断，其合理性却难以得到证明，这使决策者们认为只有鼓起勇气先做出这样一个声明。

舆论决策者的措施或许会起某种作用，但效果并不显著。如果他们真的对这些声明不感兴趣，或者被公众认为是真正的道德领袖，那么他们的声明或许还会对市场有小小的稳定作用。

● 用中断与遏制交易来对付股市泡沫

另一种有利于减少股市风险的方法是在股市价格急剧变化的时候关闭市场。目前采用的“涨停板”就是这种措施的典型代表。根据纽约股票 80B 号交易法，无论何时，当道琼斯平均工业指数比前一天下午两点收盘时下降 10% 时（相当于近期 1 100 点的绝对下降），整个股市将关闭一小时；下午一点以前下降 20%（相当于 2 250 点）时，关闭两小时；一天中的任何时间下降 30%（相当于 3 350 点）时，关闭至当日结束。这种关闭市场的措施为投资者提供了一段冷静思考的时间，好让他们三思而后行，从而抑制股市下跌带来的恐慌。然而，这种短暂的关闭是否能有效地抑制一天内的价格巨变，我们还不得而知。毕竟，历史上最大的两次股市危机都发生在星期一，即 1929 年 10 月和 1987 年 10 月的两次危机，并且都是在前一个交易日价格下降之后中断了整周的交易。

又如，为预防泡沫经济而进行交易限制的另一个典型是卖空的上扬规则。股票交易委员会长期以来一直规定只有在上扬时期才可以进行卖空，也就是说，只有在前一期的交易处于股价上涨时期才允许进行卖空。

虽然关闭股市的方法各种各样，如关闭几秒钟、几分钟、几小时甚至数日，但都不会直接影响长期（指数年内）的股价变化，即股价真正大的变化。通过在公众面前掩盖股价在短期内大幅变化的现象，



我们可以阻止因股价变化而引起的过度的公众反应，从而防止长期股价趋势随着一天之内的股价巨变而发生变化，这种做法其实是无可厚非的。当日的股价巨变会成为公众注意的焦点、媒体的噱头，也会被人们长久铭记在心，特别是当股价的变化已经创下某种历史纪录的时候更易令人记忆犹新。相反，我们却并不清楚短期关闭股市的策略对长期的股价变动究竟有何影响。如果股价巨变经过市场的自行调节很快又恢复正常了呢？比如像 1987 年 10 月的股价变化就是这种情况。或许，社会公众在市场自身调节后亲身经历一次股市危机比通过关闭股市而掩盖潜在的股市危机会更有利于稳定市场。

人们曾经企图延长冷静期，事实上纽约股市交易所在 1914 年关闭了三个月。^[21]而由于这种长期的闭市现象在美国的历史上已不是头一回了，因此从这种经历得不出有意义的教训来。

有人曾经提议用遏制频繁交易的方法来放慢交易的步伐，即对股市投机采用“轮下撒沙”的方法。詹姆斯·托宾是我在耶鲁大学工作时的同事，他建议外汇市场上的投机价格变化应该通过加征交易税的措施予以限制。^[22]这一建议后来被劳伦斯·萨莫斯和维克多利亞·萨莫斯两人应用于股票、企业和政府债券上来，不过劳伦斯·萨莫斯自从就任美国财政部长后就不再支持这一观点了。^[23]股票交易税并不算是一个新名词，许多国家都沿用过这个概念，然而它通常并非基于明确的限制投机理论。

托宾认为，征收交易税将会遏制短期投机，有利于长期投资。尽管他承认，交易税是根据长期投资和投机两种情况分别进行交易惩罚的，同时也相信交易税更有可能遏制后者，因为许多投机者对短斯交易更感兴趣。

托宾认为，短期投机者会比长期投资者更受交易税的限制，他或许是正确的，因为根据投机者预期调查数据显示，他们似乎只为短期利益推断过去的价格变化。杰弗雷·弗兰科尔根据调查数据发现了外汇市场投机者的这种行为的证据。^[24]我也曾在调查数据中发现股市中的机构投资者更容易抱不切实际的希望，他们归根结底在短斯（六个月）内股价上涨时都盼望股价能够先涨后跌。^[25]然而，这种短期预期



的趋势虽然旨在刺激短期价格变化，实际上作用却是微不足道的。况且我们也不能确定这种趋势在今后还能继续持续不变，因为投机者的市场理论很可能会随着时间的变化而改变。

交易税是否会更能刺激长期投资者投资还不得而知。但不容置疑的是，当某些建立在基本信息基础上的交易频繁进行时，投机交易也在泛滥猖獗。不过，房地产市场似乎极易遭受投机性泡沫和危机的打击。而且，在某些加征更高的交易成本税的国家里，股市的风险更大。^[26]总之，尽管我认为托宾主张的交易税不乏降低投机风险等优点，但却找不到强有力的实例来证明这一措施的科学性。

● 通过扩大和鼓励商业对付泡沫经济

要维护经济的长期稳定，影响市场并使之保持平稳的上上策就是扩大市场，通过扩大市场交易的范围，使尽可能多的人更频繁地参加交易活动，这一点显然与我们在上一节里提出的建议是针锋相对的。

假设投机性泡沫极大地受到口头传播效果的影响，或者受到周围的信息以及爱国主义情感的影响，那么国外投资者就不可能像当地投资者一样助长投机性泡沫，他们甚至有可能采取一种抵消泡沫经济的方式进行交易。例如 1989 年，当日经指数达到最高点时，我们的问卷调查结果却发现，日本普通社会事业机构投资者期望来年日经指数再上升 9.5 个百分点，而美国的投资者则希望日经指数下降 7.7 个百分点。在日本的经历使人们对市场产生了迥然不同的感觉。如果美国或国外投资者在日本市场的势力能更加突出的话，那么日本股市就不可能出现股价过高现象。^[27]因此，从更广泛的意义上来讲，通过鼓励参与国际交易而扩大市场，应该对平衡客户不同预期并形成更为稳定的市场价格产生积极的影响。

我们认为，每天都采取措施来稳定市场的政策不是良策。从稳定经济的角度看，无论是与长期的错误定价相比，还是与更糟的可能导致经济崩溃的投机性泡沫相比，骤然的价格变动都不会比它们更糟糕。

如果有迹象表明，投机性泡沫即将产生，那么从整体上讲，它的



最终破碎实际上是一件好事。1997年至1998年亚洲爆发了金融危机，国际投资者纷纷从亚洲市场撤出资本，这使本已遭受严重打击的亚洲金融市场雪上加霜。但从长远意义考虑，这并不是一场危机，而是一场自我反省的检查，其目的是阻止有可能进一步恶化、导致灾难性后果的泡沫继续发展下去。这场危机促使亚洲人民在国外批评的启示下重新反思他们的商业和经济。从这层意义上讲，这场金融危机让亚洲各国受益匪浅。

如果采取正确的方式扩大市场，那么基本面就会变得格外显著。也就是说，公众的注意力会脱离短期投资而被吸引到长期基本面上来。麦克·伯伦纳曾提出应为“S&P500家公司”建立新的市场，即一个包括S&P500家公司股息总额、每年都会更上一层楼的市场。例如，2005年将建立起一个可包括2006年S&P股息总额的市场，而2006年建立起可包括2007年S&P股息总额的市场，而2007年又将成为拥有一个可包括2008年S&P股息总额的市场。当市场积累的股息总额达到一定程度，比方说20年，这个市场就成了最终指数市场（2025年）。伯伦纳认为：“这样的市场会给分析者提供一种动力，鼓励他们集中全力分析预测基础信息（即未来股息）……而不是专注于仅仅预测市场本身的水平。另外，由于市场指数水平必须与未来红利相一致，因此，它们之间的关系可以反映出一种暗含的假设，那就是达到一定价值水平才有可能形成市场。这种假设很快就会成为关注和讨论的焦点。”^[28]值得注意的是，伯伦纳的观点与托宾的观点存在著根本的不同，伯伦纳建议将公众的注意力从长久持股这一点上转移到基本面上来。

人们有必要建立新的制度或市场，使个人更容易避免投资股市的危险。我们已经创立的一些制度如卖空，股票指数远期和期权交易等，但并不受投资者青睐，大多数投资者也并未从中获益。现在，许多投资者觉得他们被所持的股票套住了，而且不得不在交易后支付资本收益税，他们也找不到其他降低风险的方法。

在笔者写的另一本书《宏观经济：创造管理社会最大经济风险的制度》当中，曾经提到过我们必须尽量扩大市场的数量和种类，使今



天仍不具备可能性的长期风险交易成为现实，我把已提到过的主要国际市场称为宏观市场，包括对世界主要国家的国民收入享有长期权利的市场，以及现有的资本市场，如单个家庭住宅市场。^[29]建立宏观市场的方法有很多，其中包括从事期货交易，或是艾伦·维思和笔者介绍过的宏观股市。^[30]这样的市场一旦建立起来，人们就可以根据自己的收入决定做空头，以免因个人收入来源波动而造成损失，并且可以对全球股票进行真正多样化的投资，这些市场的确比任何现存市场都要大得多，同时更多的风险也可以被抵消。另外，与劳动力收入、房价相联系的零售制度，如房屋产权保险、养老金计划期权等，可以协助人们更好地使用这些风险管理工具。^[31]

除了创造新的风险管理机制带来的明显好处之外，笔者还认为，建立新市场可以扩大市场参与范围，从而对过度投机施加有利影响。这些市场的建立可以帮助我们洞察到许多资产的价格，目前这些资产价格仍是未知的，因为还没有它们的市场。由于人们处在对经济时而乐观、时而悲观的忐忑不安的状态中，也由于人们在选择个人职业时倾向于赶时髦，所以在未被观察到的价格中似乎还隐藏着看不见的泡沫经济。这些变化在某些时候、某些地方刺激了对房地产和人力资本的过度投资，而在其他方面的投资尚不充分。建立对收益流转享有权利的市场将有助于打开新的市场，对世界其他地区也会产生令人清醒的影响。

建立宏观市场会引起人们注意力的根本变化，即从对上市公司收益相对较少的风险投资转为与我们生活密切相关的风险投资。尽管有人希望宏观市场应存在少量的高风险投资机会，但多样化投资机会以及世界各大市场对基本风险的关注将会有效地稳定我们的生活。

● 转变对于多样化投资和套期保值的传统观念

为了鼓励适当的风险管理，特别是一旦重要的新市场出现时，权威人士的意见应当更强调真正的多样化投资。笔者在本书中说过，人们最终深深地被颇具慧眼的专家意见所影响——即那种“他们说……”的



权威言论——除非有专家鼓励他们进行多样化投资，否则他们是无法这样做的。

今天，虽然金融专家们极力推崇多样化投资，但他们并不真正强调多样化投资的确切含义。许多人仍旧认为，只要持有在美国股市上多家公司的股票或任何美国股权共同基金，他们便做到了多样化投资。其实为了做到真正的多样化投资，应当进行更广泛的投资，并且必须十分注意其他可能存在的风险。

专家应当鼓励人们去了解，真正的多样化投资在很大程度上意味着可以抵减套牢的风险^[32]，有助于对保障劳动力收入的资产进行投资，对在劳动力收入下降时升值的资产投资，或是对至少不会朝着同一个方向发展的资产进行投资。要想有效实现这一目标，必须通过卖出对收入总额有影响的期货合同来建立宏观市场，或者通过在现有资产中占有一定份额来实现，这些现有资产与特殊劳动力收入有消极（或者说不那么积极）的关联性。^[33]它也意味着对有助于保障单个家庭住宅产权的投资，对住房价格下降时还能够增值的资产进行投资。这可以通过对房屋产权投保，或是在单个家庭住宅期货市场上卖出期货合同直接实现，或是在效率略逊一筹的情况下，通过对与当地产权成反方向变动的资产投资来实现。^[34]由于劳动力收入与住房产权在人们的财产中占有最大的价值，抵消风险便成为了风险管理的关键职能。

这样的风险抵消性投资被称为套期保值，是商业风险管理中由来已久的一种方法。但是套期保值对于大多数人来说还很陌生，到今天甚至都很少有专业人士能给它下一个明确的定义。过去人们常谈论与收入和房价有关的如何收回投资的话题，如今已不在人们谈论的范围之内了。

由于今天人们已经在传统方式下进行了大量的投资，并且已经相信通过股票投资便一定能够发财致富，因此，要改变人们的传统思维往往很困难。指导个人投资的媒体，通常推崇那些已经发财致富的人的观点，再不然就是偏信那些暗示自己的建议有助于致富的说法。如果从这一不切实际的想法出发去谈论普遍的个人投资的保值问题，显然是不可行的。新闻媒体和投资群体里的一些人总不愿意冒险去打破



这种致富神话，因为他们正是依靠这种神话才获得了今天的成功。但是，如果公众观念的主导者能够意识到这一点并且自觉地强调这种必须做出的思想上的变化，公众的态度就会随之转变。一旦它变成了“他们说……”这样的俗语，人们就会例行公事般地依据正确步骤进行套期交易来保障现有财产，就好像今天习以为常地购买房屋所有权保险一样。

● 投机风险策略

投机市场偶尔会产生泡沫经济的趋势对于决策者们来说是很难察觉的。在试图解决这些高风险投资所造成的问题时，他们将不得不考虑提高对于高风险投资特性的认识。遗憾的是，高风险投资的特性十分复杂多变，我们不可能指望在制定长期经济繁荣目标的同时，以文件的形式规定任何既定决策的特殊作用。

用关闭和限制的方法来干预市场的决策，虽然在一些特定的情况下很有效，但是在我们解决由投机性泡沫造成的问题时，这种方法显然不应是首选之举。投机市场的资源配置功能是决定性的（这一点我认为是毫无疑问的，故没有在此书中阐述），但任何为缓解泡沫经济而对市场采取的干预会阻碍这些功能发挥作用。

不幸的是，在自由社会中，我们不可能保护人们免受因自己的过错而造成的损失，不可能在完全不否定其成功可能性的前提下保护他们，也不可能完全保护社会免受不合理的乐观或悲观的影响，情绪的反映本身是人类生活的一部分。

处理投机风险的策略有点儿像应付不稳定政治的策略。我们担心诉诸不正当手段或是草率下定论的政党会赢得控制权，但我们并不通过在动荡中取缔某些政党或对他们的活动抽税的方法来避免这种危险。相反，我们允许各个政党自由地发表意见，期望公众最终会做出正确的选择。这一令人欣慰的结果是通过计划和不断完善竞选和选举规则而得以实现的。

相比较而言，我们国家应付投机性泡沫的首要办法是采取鼓励交



易的政策，同时给人们更多的机会去参与更广泛、更自由的市场，通过建立日臻完善的社会保险制度和金融机构来更有效地控制真正的危险，从而能够获得更佳的功效。当我们每天经历着股市中投机性泡沫的时候，应牢记的最重要一点是，我们不应当为了它而分散对上述重要事务的注意力。



注 释

第一章 股市价格水平的历史回顾

[1] 住宅价格数据由凯思·希勒·维思公司提供。

[2] 价格、股息、收益等数据的来源与我以前出版的《市场波动性》一书(剑桥, 马萨诸塞: 麻省理工学院出版社, 1989)第二十六章中所提到的数据来源相同, 只是将年度数据改为了月度数据。月度股息和收益数据是根据 1926 年以来的 S&P 四个季度总数计算而得的, 并将这些数据绘成月度图表。1926 年以前的股息和收益数据则是根据考勒斯公司出版的《普通股票指数》(第二版, 伯明顿, 印第安纳: 普林斯皮亚出版社, 1939)以及年度数据得来。股票价格数据包括直到 2000 年 1 月, 即本书出版前一个月的每日收盘价的月均价格。1913 年以后的 CPI-U(消费者价格指数——所



有城市消费者)是由美国劳动统计局公布的;1913年以前的CPI-U则是通过将沃伦和皮尔森的价格指数乘以1913年1月CPI-U与沃伦和皮尔森价格指数的比值计算而得。1999年12月和2000年1月的CPI-U值则是推算的。参见乔治·F·沃伦和弗兰克·A·皮尔森:《黄金与价格》,纽约,约翰·维乐和孙氏,1935。数据取自该书11~14页,表1,为了方便绘图,将不含通货膨胀因素的数据乘以某常数使其2000年1月的数值与其名义价值相等,从而所有的价格都以2000年1月为基准。

以前我在研究股票价格时(大部分工作是与约翰·康普贝尔合作完成的),为了使所有商品排除通货膨胀的影响,使用的是生产者价格指数(PPI),而并非消费者价格指数(CPI)。以前,PPI和CPI几乎没有什么差别,只是在短期振荡方面略有不同,可是自从20世纪80年代中期以来,二者所处的高度有了明显的不同。如没有其他注释,本书有关美国股票市场的统计数据均来自本注释所示的来源。本书和《市场易变性》第二十六章的所有数据目前在我的个人网页 <http://www.econ.yale.edu/~shiller> 上均可查到。

[3] 有人建议我在绘制图解时使用对数或比例尺,从而避免明显的价格增长所引起的误解。可我并不认为绘图方式会引起什么误解。用同种方法绘制的收益图最后也并没表现出任何不正常的走势。

[4] 一切都再清楚不过了,我们应该冷静下来:设想一下某一年收益为零的可能性。S&P综合指数自1971年问世以来每年都一直保持在零以上,可是它已经在向零靠近了,而且将来也肯定会降到零以下。在1931年和1932年的国民收入账户中,企业税后利润事实上已经为负值。一旦收益为零,当年的市盈率会呈正无穷大,从而表明综合股票市场的价格将无限上涨。

[5] 一些学者指出,因为不存在公元零年,所以每个新世纪应从年数以“1”结尾的1月1日开始计算。1900年时,人们对此很清楚,所以过了一年再进行庆贺,而人们庆祝第三个千年时可不这样,迎接活动在2000年就开始了。

[6] 30年来与收益相关的价格增长十分缓慢(自1871年7月至

1900年7月，实际收益年增长率为2.3%，而价格年增长率略微高出一一点，为3.4%）

[7] 这些数字是实际收益的几何平均数，是根据S&P综合指数以及生产者价格指数（因为消费者价格指数自1913年后才有）换算而得来的实际价值。

[8] 另参见《股票、证券、钞票与通货膨胀：1999年年鉴，1926年至1998年市场成果》，45~51页，表2-8至表2-11，芝加哥，爱伯逊公司，1999。当将本处所示收益数据与上述书中自1926年来相应时间段的收益数据对比时，请注意上述书中记载的只是年度数据，因此会遗漏掉股市中的高峰和低谷。

[9] 参见约翰·Y·康普贝尔、罗伯特·J·希勒：《价值比率和长期股票市场前景展望》，载《证券管理日报》，1998(24)，11~26页。

[10] 参见康普贝尔和希勒的《价值比率》及我在《市场波动性》中搜集的一些研究资料。

[11] 除了一个朝反方向发展的长期趋势外，还有一个较短期的微弱推动力使股票价格继续朝同一方向发展，参见约翰·Y·康普贝尔、安德鲁·洛、科雷格·马克雷：《金融市场计量经济学》，新泽西，普林斯顿大学出版社，1997）；纳拉逊翰·嘉格迪希、谢里丹·惕特曼：《买卖输赢家的收益：股票市场有效性的含义》，载《经济学季刊》，1993(48)，65~91页；以及布鲁斯·N·乐曼：《时尚，马丁风暴及市场有效性》，载《经济学季刊》，1990(60)，1~28页。

[12] 很久以前就有人发现股息的长期走势与长期收益移动平均线相符。参见约翰·林纳：《企业收人在股息、留存收益和税负之间的分配》，载《美国经济评论》，1956(46)，97~113页。

第二章 催化因素：互联网、生育高峰等

[1] 针对世界各国数据的研究表明，拥有发育程度较高的金融市场的国家，经济增长一般较快，资源分配也比较有效。参见罗伯特·G·金、罗斯·里文：《财政与增长：熊彼得也许是对的》，载《经



济学季刊》，1993(108)，717~37页；拉佛·拉泼特、佛罗伦希·罗潘兹-德-莎兰兹、安德雷·圣雷佛：《全世界的公司所有权》，载《财经杂志》，1999(54)，471~518页；以及杰弗雷·伍格勒：《金融市场和资本分配》（没有公开发表），耶鲁大学，1999。

[2] 有研究表明，在商业周期的低谷时期预计收益往往趋高，此时个人投资者的股票投资有减少的趋势，而机构投资者则相反，这样一来便保持了市场的稳定。参见鲁道夫·科恩：《个人和机构投资者决策分配评估》（没有公开发表），哈佛商学院，1999。美林证券某调查表明，非美国的职业基金经理人自1994年以来通常在牛市时卖出美国股票，然而美国的基金经理人却没有这一明显的习惯；参见特里弗·柯林汉姆、欧文·伊万斯、小查尔斯·I·科劳奇：《基金经理人调查：1999年11月》，伦敦，美林证券公司全球证券研究和经济学小组，1999。

[3] 一些简单的经济增长模型表明，突发性的技术进步对股票市场没有影响，查找这类模型请参见罗伯特·巴罗、夏维·沙拉-I-马丁：《经济增长》（纽约，马克格鲁-希尔，1995）；奥立弗·伯兰恰德、斯坦利·费舍尔：《宏观经济学教程》（剑桥，马萨诸塞，麻省理工学院出版社，1989）或大卫·罗墨：《高级宏观经济学》（纽约，马克格鲁-希尔，1996）。例如，其中某理论表明突发性的技术进步会吸引新的投资资本，从而扩大竞争，使技术进步本可以给原有资本带来的额外利润消失。

[4] 1999年11月1日，微软和英特尔加入道琼斯工业平均指数。

[5] 由洛普-斯塔其环球公司进行的调查，引用卡林·鲍曼的文章《强调自力更生？自给自足的新理念？》，载《大众透视》，1996(2~3)，5~8页。唯物主义价值观在不同文化间存在着差异，这一事实表明该价值观会在很长一段时期内慢慢改变。参见古里兹·格尔、鲁塞尔·W·贝尔克：《唯物主义的跨文化差异》，载《经济心理学杂志》，1996(17)，55~77页。

[6] 数据引自美国劳动统计局的人口调查。

[7] 参见J·努勒·梁、史蒂芬·A·夏普：《股票回购和职工

股票期权及其与 S&P500 退休股票和预期收益的联系》(没有公开发表), 华盛顿, 联邦储备系统董事会, 1999。

[8] 同上, 历史数据证明, 经理股票期权计划实施后股息支出减少, 参见理查德·A·兰姆伯特、W. 兰恩、D. 拉克:《经理股票期权计划及公司股息政策》, 载《金融与定量分析杂志》, 1985 (24), 409~425 页。

[9] 股票回购在最近几年也变得受欢迎, 因为收益较高的公司并不希望将自己置于高股息的险地(投资者往往希望股息一旦调高应不再下调), 同时还因为投资者意识到股票回购与股息相比在纳税方面更有优势。管理者也似乎每年都在改变股票购买行为, 从而能在综合股票市场收益较高时进行回购; 因此, 管理者对牛市的预测是能够解释近几年出现的回购热现象的一个合理原因。查找有关股票回购和收益的资料请参见威廉·R·尼尔森:《论述发行在外股票的变化对股票收益的预测能力的三篇文章》(未发表的博士论文), 耶鲁大学, 1999, 以及马尔克姆·巴克、杰弗雷·伍格勒:《新情况下的无固定利息股票和综合股票市场收益》(没有公开发表), 哈佛大学, 1999。

[10] 参见约珥·E·科恩:《20 世纪的全球花园》, 载《关键记者》, 1998 年春, 1 页。

[11] 参见世界银行:《回避旧世危机》, 纽约, 牛津大学出版社, 1994。

[12] 古迪普·S·巴克希和陈子芜(音)[《生育高峰, 人口老龄化及资本市场》, 载《商业杂志》, 1994(67), 165~202 页]找到了美国 20 岁以上人口平均年龄与实际 S&P 指数间存在的相关性, 1950—1992。然而, 罗宾·布鲁克斯(《人口统计转变中的资本市场和私人储蓄财产》, 未发表的博士论文, 耶鲁大学, 1998)指出他们的结果与取舍点年龄(20)有密切关系, 罗宾将他们的分析推广应用于其他七个国家, 发现结果不甚理想。巴克希和陈子芜的思路也许是对的, 但他们用以证明“生育高峰”与股票市场水平间有联系的证据还不够充分。

[13] 经济学家指出, 考虑到股票市场近期的增长, 储蓄率实际



上已经高得有些惊人了。参见威廉·G·格勒、约翰·沙贝豪斯：《居民储蓄率透视》，载《经济活动布鲁金斯论文集》，1999(1)，181~224页。

[14] 参见罗纳德·英格勒哈特：《大众信仰体系的总体稳定和个体变化》，载《美国政治科学评论》，1985，79(1)，97~116页。

[15] 理查德·帕克：《传媒知识与财经新闻报道》，在布鲁金斯-沃顿会议上就金融服务问题的发言，布鲁金斯学会，华盛顿，1998-10-22。

[16] 数据由《扎克斯投资研究》和密切尔·扎克斯提供。刊登于《商业周刊》上的一篇文章所描述的变化甚至更为剧烈：在1983年6月、7月间，26.8%卖出，24.5%买进，48.7%持仓。参见杰弗雷·拉德曼：《华尔街的转盘游戏》，载《商业周刊》，1998-10-05，148页。

[17] 参见林秀文(音)、马林·F·马克尼科尔斯：《承销关系、分析家收益预测及投资建议》，载《会计学和经济杂志》，1998，25(1)，101~127页。

[18] 参见詹姆斯·格兰特：《舆论推动股市上涨》，载《财经时报》，1999-07-19，12页。然而，如果考虑到这个倾向，分析家的建议还是有用的。肯特·沃马克[《经纪人分析家的建议是否有投资价值？》，载《财经杂志》，1996，51(1)，137~167页指出，当分析家的建议由持仓变为建仓时，股票随后的表现确实不错，证明了分析家确实有预测股票收益的能力。当建议由持仓变为减仓时，分析家对较差收益的预测则表现得更为灵验。沃马克在解释这种不对称现象时指出，这是因为分析家不愿轻易提出减仓的建议，他们只有在理由十分充足时才这么做。

[19] 参见史蒂芬·夏普：《股票价格，预期收益和通货膨胀》(没有公开发表)，联邦储备董事会，华盛顿，1999，图1.2。收益预测取自I/B/E/S。对各个公司的收益预测经过汇总得出对S&P的预测。夏普的结果中没有给出明确的例子以证明收益预测中的这一偏差自1979年以来有所增加。

[20] 大众这种“下滑”观点的认识刺激了互联网上“私下交流现象”的增加：毫无来源的收益预测。

[21] 纳税保护已经载入 1978 年的《对内税收方案》第 401 节 (k)，但它是否能应用于公司养老金计划在当时看来还不清楚，约翰逊公司的执行副总裁 R·西奥多·贝纳负责公司的咨询工作。他在 1981 年拟订了第一个 401(k) 计划用以试探对内税收部门。1982 年 2 月，对内税收部门宣布该类计划的税务益处是允许的。

[22] 参见纽约证券交易所：《大众评论股票交易圈》，纽约，1955。

[23] 希罗莫·本纳兹和理查德·泰勒：《限定捐助计划的初期多元化战略》（没有公开发表），芝加哥大学，1998。

[24] 投资公司协会：《共同基金备忘录》，华盛顿，1999，<http://www.ici.org>。

[25] 参见休·布劳克：《投资公司记》，纽约，哥伦比亚大学出版社，1959。

[26] 参见备道夫·维思曼：《投资公司与投资人》，144 页，纽约，汉普和布罗瑟，1951。

[27] 的确，投资资金流入共同基金似乎与股市表现有重要联系，因为当股票市场上涨时，共同基金会做出迅速而实质性的反应。参见温瑟特·A·瓦特：《共同基金流量总额与证券收益》，载《财政经济学杂志》，1995(39)，209~35 页；以及威廉·高兹曼、马斯默·马沙：《投资者基金指数》（没有公开发表），耶鲁大学，1999。

[28] 参见敝作《人们为何讨厌通货膨胀？》，载克斯汀娜·D·罗默、大卫·H·罗默主编：《缓解通货膨胀：动力与战略》，13~65 页，芝加哥，芝加哥大学出版社及国家经济研究局，1997。

[29] 参见弗朗可·莫迪格里亚尼、理查德·A·科恩：《通货膨胀、合理估价及股市》，载《财经分析家》，1979(35)，22~44 页；另参见罗伯特·J·希勒、安德勒·贝特拉特：《股票价格与债券收益率：当前价值模型能否解释二者的统一性？》，载《货币经济学杂志》，1992(30)，25~46 页。



[30] 杰尔·R·里特和理查德·S·沃尔：《通货膨胀的递减与1982年至1997年的繁荣市场》（没有公开发表），佛罗里达大学，盖尼斯维勒，1999[证实了各个公司对股市的错误评估与通货膨胀的水平和公司影响程度有关，并以此证明了莫迪格里亚尼—科恩理论。

[31] 公众对通货膨胀的错误观点在以下书目中均有阐述：爱莲·夏佛、彼得·达蒙、阿默斯·特维斯基：《金钱幻觉》，载《经济学季刊》，1997，112(2)，341~374页；以及罗伯特·J·希勒：《公众对指数化的抵触：一个难题》，载《经济活动布鲁金斯论文集》，159~211页。

[32] 《纽约股票交易所证备忘录》，纽约，1998，<http://www.nyse.com>。有关交易股票的数据表明其增长更为显著，但这一增长事实上是由于通货膨胀和市场价格上涨导致扩股，使发行在外股票总数增加而引起的。

[33] 参见格里特臣·蒙根森：《长期投资的最佳赌注是经受牛市的煎熬》，载《纽约时报》，2000-01-15，1页。

[34] 美国证券与交易委员会：《特别研究：在线经济：保持高速网络空间》，1999，<http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>格式。

[35] 参见肯尼斯·R·佛朗斯、理查德·罗尔：《股票收益差异：信息到来及商人的反应》，载《财政经济学杂志》，1986(17)，5~26页；另参见理查德·罗尔：《桔子汁与天气》，载《美国经济评论》，1984(74)，861~880页。

[36] 参见希罗莫·本纳兹、理查德·H·泰勒：《对缺乏远见造成损失的反感及对股票溢价的疑惑》，载《经济学季刊》，1995[110(1)]，73~92页。

[37] 数据由国家赌博影响研究委员会提供，《最终报道》，华盛顿，1999，<http://www.ngisc.gov/reports/exsum-1-7.pdf>。

[38] 另参见威廉·N·汤普生：《合法赌博：参考手册》，52~53页，桑塔·巴巴拉，加利福尼亚：ABC-CLIO，1994。

[39] 20世纪20年代有关赌博行为数量的资料不多。本人统计了《文学期刊读者指南》中有关赌博的文章数目，并计算出所有以赌

博为主题的文章的百分比，如下所示(I、II 分别表示 1938 年上半年期和下半年期)：

1919—1921	0%
1922—1924	0.004%
1925—1928	0.021%
1929—1932	0.035%
1933—1935	0.006%
1936—1938—I	0.003%
1938—II—1942	0.008%

以上数据充分显示了 1925 年至 1932 年间，人们对赌博的兴趣骤减了。当然从这些数据中无法找出人们对赌博态度转变的根本原因。查找有关赌博的历史以及赌博与投机的关系的资料请参见詹姆斯·格兰特：《繁荣背后的问题：高潮、崩溃与投机的反面故事》，纽约，约翰·维勒和孙氏，1996。

[40] 互联网的高速发展、外国经济对手的败退、文化转而趋于推崇商业成功、媒体对财经新闻报道的扩大以及股票市场交易量的增长，所有这些因素在欧洲也同样起作用，只不过不像在美国那样让人们深有感触罢了。虽然欧洲第二次世界大战后在生育高峰期出生的婴儿人数比美国少，但在 20 世纪 60 年代中期也经历了明显的生育低潮。欧洲也不像美国那样增加了许多赌博机会。然而，即使所有这些催化因素在欧洲都不起作用，单是美国投资者对欧洲股票的需求也会引发一种实实在在的传染效应。

第三章 放大机制：自发形成的庞氏骗局

[1] 20 世纪 80 年代中期以来，我进行了各种各样的针对投资者的调查，其中一个最著名的定期调查始于 1989 年，调查对象是美国和日本(在吉郎筒井和文博今野的合作下)的机构投资者。对个人投资者我只陆续做了调查，而且是直到 1996 年才想到提出这些问题的。参见罗伯特·J·希勒：《衡量泡沫的期望究竟有多高以及投资者的信心究竟有多大》，载《股市与心理学杂志》，2000，1(1)，49～



60 页。所调查的对象大都比较富裕，他们并不是从整个人口中随机抽样出来的，这是因为富人投资较多，对股市更有影响力。

[2] 取样要足够多，使 96% 的标准误差不超过 $\pm 2\%$ ；本节中所有的标准误差百分比都不超过 $\pm 5\%$ 。当然，由于其他原因使结果不可靠是有可能的，但这个原因肯定不会是取样的大小；例如，那些同意回答问卷的人可能会比其他人对股票市场更有信心；另一方面，那些回答问卷的人也更有可能属于比较积极的一类投资者，他们对股市的影响更大，因此，这些受调查者比真正随机抽取的较富裕的受调查者更能代表股票市场高涨背后的诱因。

[3] 我曾在房地产市场见过同样过于充满信心的投资者。1988 年，加利福尼亚的房价上涨，那时我和卡尔·凯思在那里对新房购买者进行问卷调查，我们问安纳荷姆市（洛杉矶附近的一座城市）的房屋购买者认为在未来几年内房价会上涨还是会下跌，98% 的购买者认为房价会上涨；当问到现在买房是否有风险时，63% 的回答是“很小或没有风险”。参见卡尔·E·凯思、罗伯特·J·希勒：《市场高涨时或高涨后房屋购买者行为》，载《新英国经济评论》，1988(11~12)，29~46 页。事实上，此项调查后的两年，洛杉矶的房价便经历了一次暴跌，直到现在，即使房价有所恢复，但从真正意义上看（除去通货膨胀因素）房价仍比 1988 年调查时低 20%（数据由凯思·希勒·维思公司提供）。房价下跌 20%，这与买房者通常总共少付的金额大致相当，那时买房绝不像他们想象的那样一点风险也没有。

[4] 问卷没有问到他们是否认为房价肯定会下跌，但有关他们期望的现有资料表明，现在大部分人都不这么认为。

[5] 自 1989 年来，每隔 6 个月我向机构投资者问同样的问题。那些预计股价会上涨的投资者所占的百分比呈上升趋势，但不如个人投资者上升迅速。参见希勒：《衡量对泡沫的期望究竟有多高以及投资者的信心究竟有多大》。在那篇文章中，我也谈到了对投资者信心的其他衡量方法，并绘制了投资者信心指数。1989 年后的指数表明，在机构投资者中找不到明确的趋向。

[6] 弗雷德里克·路易斯·阿伦：《就在昨日》，309 页，纽约，

哈普和伯罗瑟, 1931。

[7] 大卫·艾里斯:《道指 40 000 点:历史上最大的牛市获利战略》, 8 页, 纽约, 马克格鲁-希尔, 1931。

[8] 德维格斯特·R·李、理查德·B·马克里兹:《如何在美
国真正致富》, 载《美国周末》, 1999-08-13~15, 6 版。

[9] 沙姆尼尔·格鲁特尔:《大家都会致富, 采访约翰·J·罗斯柯伯》, 载《妇女家庭》, 1929(8), 9、36 页。

[10] Bodo Schäfer, Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million(Frankfurt: Campus Verlag, 1999); Bernd Niquet, Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind(Frankfurt: Campus Verlag, 1999)。

[11] 罗伯特·马克高夫:《投资者调查是否过早地下结论》, 载《华尔街日报》, 1997-10-27, C23 版。

[12] 参见大卫·E·贝尔:《后悔在不确定时做决定》, 载《经营研究》, 1982[30(52)], 961~981 页, 以及格拉汉姆·鲁姆斯、罗伯特·苏格登:《后悔理论, 不确定时合理选择的又一理论》, 载《经济学杂志》, 1982(92), 805~824 页。

[13] 参见理查德·H·泰勒、埃里克·J·约翰逊:《用私房钱赌博, 并妄想翻本:冒险选择结局的影响》, 载《管理科学》, 1990(36), 643~660 页。

[14] 约翰·肯尼斯·格尔布雷兹:《大崩盘:1929》, 2 版, 79 页, 波士顿, 休斯顿·密佛林, 1961。

[15] 数据取自国家投资公司联盟的网站, <http://www.better-investing.org/member/history.html>。

[16] 参见梅尔·斯得特曼、史蒂芬·泰勒:《过分充满信心, 性情及交易量》(没有公开发表), 圣·克拉拉大学, 1999。

[17] 布拉得·M·巴博、特伦斯·奥迪恩:《在线投资者:后来者是否先死?》(没有公开发表), 戴维斯, 哥伦比亚大学, 1999。

[18] 有关回馈的心理理论在以下文章中有所阐述, 尼古拉斯·巴伯里斯、安德雷·希雷佛、罗伯特·维希纳:《投资者感情模



型》，载《财政经济学杂志》，1998(80)，307~343页。

[19] 参见约翰·Y·康普贝尔、约翰·H·科其雷恩：《习惯所驱：综合股票市场行为的消费原因》，载《政治经济杂志》，1999，107(2)，205~251页。

[20] 参见罗伯特·J·希勒：《市场易变性及投资者行为》，载《美国经济评论》，1990(80)，58~62页；以及希勒：《市场易变性》，376~377页。

[21] 一些经济理论家认为，负的泡沫经济不会出现，因为价格的最底线是零，因而投资者深信价格不可能永远下跌，他们得出结论，负泡沫经济甚至都不可能开始出现。但他们所说的不会出现泡沫是有前提的，即人人都理性处世并精打细算，而且也相信他人同样理智、精明。

[22] 许多文章在将混沌理论应用于经济分析时往往没有强调这里讨论的价格反馈模式，但它或多或少让我们了解到了金融市场复杂性的一些原因。参见迈克尔·伯德林、迈克尔·伍得福德：《显示内在不稳定和混沌状态的平衡模式：调查》，载《货币经济学杂志》，1990，25(2)，189~222页。查阅该文中的调查，请参见贝诺特·曼德布罗特：《金融中的分支和跨度：不连续性、集中、风险》，纽约：斯普林格-温拉格，1997；以及布雷恩·阿瑟、约翰·H·荷兰德、布雷克·拉巴伦、理查德·帕尔马、保尔·泰勒：《虚拟股票市场中对资产的内在期望》，载W.B.阿瑟、S.德拉夫、D.拉纳主编：《经济——不断发展的复杂系统II》，里丁，马萨诸塞，安德森-维弗雷，1997。在另一相关文章中，作者构建了试验股市，人们在设计好的环境下交易，没有新闻也没有其他耸人听闻的因素。在这种一切尽在掌握中的情况下，时常会出现外来的“泡沫”价格运动；参见维能·L·史密斯、格里·L·苏查内克、阿林顿·W·威康：《评估市场试验点的泡沫崩溃及内在期望》，载《计量经济学》，1988(56)，1119~1151页。

[23] 劳伦·R·鲁布林：《晚会开始！美国的证券经理人更加坚信股票及利率看涨》，载《拜伦斯》，1999-05-03，31~38版。

[24] 参见约瑟夫·巴格兹：《庞氏骗局、火星侵略者和其他流行的幻想及群体的疯狂》，13页，纽约，哈默尼，1992。

[25] 迈克·辛曼：《世界上新的呼声：有罪，有罪》，载《安克雷奇新闻日报》，1998-07-01，F1版；以及比尔·理查兹：《庞氏骗局的野心使阿拉斯加感到愤怒和敬畏》，载《华尔街日报》，1998-08-13，B1版。

[26] 约翰·坦普勒曼：《阿尔巴尼亚的金字塔之石》，载《商业周刊》，1997-02-10，59页。

[27] 科林·霍普：《金字塔财经计划》，载《财经时报》，1997-02-19，3版；以及珍妮·普拉兹：《混乱开始，阿尔巴尼亚紧急动员》，载《纽约时报》，1997-03-03，A1版。

[28] 珍妮·普拉兹：《阿尔巴尼亚，现金短缺，设法致富》，载《纽约时报》，1996-10-27，A9版。

[29] 之所以愿意相信，可能与第七章中谈到的人类有过分充满信心的倾向有关；另参见史蒂芬·普雷斯曼：《金融诈骗及其原因：投资者过分充满信心》，载《美国经济学及社会学杂志》，1998(57)，405~421页。

[30] “非庞氏状态”已收入理论财经词汇，它指的不是反馈环，而是这一模式中的一个假想前提，即投资者不会一辈子欠债并越陷越深。

第四章 新闻媒体

[1] 毫无疑问，报纸问世以前就存在价格投机活动，但我敢说那时的人们绝不像现在那样广泛地关注价格投机活动，并将其描述为难以控制、难以理解或是只受投资者影响的活动。

17世纪早期出现了第一批定期发行的报纸。一旦出版商弄清了如何激发大众兴趣、扩大销售量和赚取利润，报纸便雨后春笋般地迅速出现在欧洲各大城市。

我们尽可将大众传媒的起点进一步向前推至印刷的发明，它使刊物的出版发行不再依赖赞助。16世纪印刷发行了无数的小册子、宽幅宣传画和宗教政治传单。印刷历史学家大卫·扎雷特(《民主文化



起源：早期现代英国的印刷、请愿书及发行范围》，136页，普林斯顿，新泽西，普林斯顿大学出版社，1999)指出：“印刷将商业完全置于刊印产品的中心。与抄写产品经济不同的是，刊印产品经济越来越多地涉及计算、冒险及其他市场行为，印刷者必须粗略估计所印文本的需求量并以此调整生产。”印刷的出现大大推进了人们读写能力的提高，到了17世纪，在欧洲即使并非所有城里人都能识字，但至少有许多人是识字的。

有关投机热的历史，如查尔斯·P·金德伯格：《狂热、恐惧与崩溃：金融危机历史》（2版，伦敦，麦克米伦，1989），没有提及17世纪以前风险投资的案例，而我在当地历史学家中所做的调查结果也没有发现。然而，我也不敢断言我们已经掌握了所有的历史资料。

的确，对于我关于早期投机热与早期报纸的问世相巧合的结论，有些事请可看做是例外情况，当然其他的解释也是不无可能的。耶鲁大学历史学家保尔·弗里德曼给我举了一个有关胡椒的例子来作为例外事件。在调料贸易中，胡椒的价格似乎一直高居不下，而在16世纪其价格又极不稳定。在古代或中世纪，曾有发生饥荒导致谷价上涨的例子。历史上土地价格也有这种波动。例如，大约公元95年在给尼普斯的一封信中，小普林写道：“你听说了吗？地价涨了，特别是罗马附近的土地涨了不少。至于地价突然上涨的原因，大家众说纷纭。”[小普林：《书信与颂词》，贝蒂·雷达斯译（剑桥，马萨诸塞，哈佛大学出版社，1969），第六册，19号，437~438页。]说起“大家众说纷纭”，他谈到了私下交流的作用，但他事实上并没有谈论投机热。

[2] 郁金香热是指17世纪30年代在荷兰对郁金香价格的高风险投资热，本书第九章将讨论这一现象。

1618年荷兰就有了报纸，而与当时其他国家不同的是，荷兰的报纸不仅刊登外国新闻，还可以刊登国内新闻。欲查找有关荷兰最早的这些报纸的资料请参见罗伯特·W·达斯蒙德：《信息处理过程：世界新闻报道1世纪至20世纪》，艾奥瓦城：艾奥瓦大学出版社，1978。

有关郁金香热的现存资料主要来源是在其鼎盛时期荷兰出版的一

本小册子。其中 1 637 份佚名文件以二人对话的形式详细记载了当时的投机新闻。许多在郁金香热结束后出版的其他小册子同样也保存至今；参见彼得·高博：《著名的第一次投机性泡沫：早期投机热的基础》，剑桥，马萨诸塞，麻省理工学院出版社，2000。这些现存的小册子证明了当时印刷媒体发展程度很高，能够使郁金香热的情况如实地广泛传播。

[3] 手抄本 3 143，马克尼尔/劳尔新闻时刻，WNET/13，纽约，1987-10-14，10 页。

[4] 维可多·尼德霍夫：《世界新闻事件及股价分析》，载《商业杂志》，1917，44(2)，205 页；另参见大卫·卡特、詹姆斯·波特巴、劳伦斯·萨默斯：《股市价格推动因素》，载《成批证券管理杂志》，1989，15(3)，4~12 页。

[5] 罗伯特·J·希勒、威廉·J·佛特斯：《心理恐慌导致崩溃》，载《纽约时报》，1989-10-29，3 版，第 1 栏。

[6] 卡特勒、波特巴和萨默斯：《股市价格推动因素》，10 页。

[7] 也就是说，除非将 1955 年 9 月 26 日德怀特·艾森豪威尔总统的心脏病发作算成事实，否则没有。

[8] 《东京地震：问题不在“会不会有”而在“什么时候会有”》，载《今日东京商业》，1995(4)，8 页。

[9] 大卫·圣特里：《一代赌圣孤注一掷的决定》，载《商业周刊》，1980-05-12，112 页；《利润预测家》，载《时代周刊》，1980-09-15，69 页。

[10] 哥伦比亚大学的格尔·胡伯曼教授和托马·雷格夫教授写过一篇关于某公司股价上涨的案例分析。这篇案例分析是针对一篇新闻报道而写的。那篇新闻报道写得洋洋洒洒让人不可不信，但事实上所言之事早已不是什么新闻。《纽约时报》头版报道了恩特里迈德公司的药物有望治愈癌症，这使该公司的股票价格从前日收盘时的 12 美元升至当日开盘的 85 美元。两位教授指出，报道中的所有内容在五个月前就已经公布过（参见格尔·胡伯曼、托马·雷格夫：《冒险投资癌症治疗药：无事发生却使股价飞涨的事件》，未发表的手稿，



哥伦比亚大学商业研究院，1999)。还有一种情况是有可能的——尽管两位教授没有提到——许多那天购买恩特里迈德公司股票的人可能明知道那篇报道不是新闻，之所以还购买仅仅是因为他们认为这样一篇文笔一流、重点突出的文章肯定会使股价上涨。

[11] 《时代——小人物》(新奥尔良)，1929-10-29，1版，第8栏；《纽约时报》，1929-10-29，1版；《华尔街日报》，1929-10-29，1版，第2栏。

[12] 朱迪·温尼斯基：《世事之道》，2版，第七章，纽约，西蒙和苏斯特，1983。

[13] 艾伦·H·梅尔兹：《货币及其他导致大萧条的因素》，载《货币经济学杂志》，1976(2)，460页。

[14] 卢迪·多恩布什、斯坦利·费舍尔：《开放经济：对货币及财政政策的意义》，载罗伯特·J·高登主编：《美国商业周期：持续与变化》，459~506页，芝加哥，国家经济研究局及芝加哥大学出版社，1986。

[15] 《纽约时报》，1929-10-28，1版。

[16] 《华尔街日报》，1929-10-28，1版。

[17] O. A. 马瑟：《芝加哥论坛报》，1929-10-27，A1版；《纽约时报》，1929-10-25，1版，第8栏；保证调查摘自《纽约时报》，1929-10-28，37版，第3栏。

[18] 个人投资者名单主要包括高收入的积极投资者(“积极”的表现包括，资助投资出版物和与证券经纪人保持密切往来)。该名单是从W. S. 泊顿公司获得的。机构投资者是通过随机抽样搜集来的。10月19日共寄出3 000份调查问卷，2 000份给个人投资者，1 000份给机构投资者。其后没有再寄出问卷或提醒信件。我们分别收到了605封个人投资者和284封机构投资者寄来的完整回复。参见希勒：《市场易变性》，379~402页，该书登载了写于1987年11月的结果分析。

[19] 当然，由于问卷是在股市暴跌后填写的，因此这里提出的对过高价格的担忧很有可能是出于事后聪明，我们甚至连答卷者在问

卷上将自己归为 10 月 19 日的买者或是卖者的回答都不能完全相信。问卷是不记名的，要求真实回答，并说明调查的目的是为科学研究股市暴跌现象，所有这些都有利于我们获得客观答复，但是，毫无疑问，没有哪项调查的结果可以百分之百地相信。

[20] 市场机制总统特别调查委员会：《市场机制总统特别调查委员会报告(Brady 委员会报告)》，5 页，华盛顿，美国政府印刷所，1988。

[21] 马克·L·密特切尔和杰弗雷·M·尼特[《点燃 1987 年股票市场崩溃的导火线：在房产和收入征税法案建议中的反收购措施》，载《财政经济学杂志》，1989(24)，37~68 页]指出，新闻对某些股票的确有直接影响。即使这些新闻中的大部分在股市崩溃那天已经被人们遗忘了，但正如 Brady 委员会得出的结论那样，这些新闻通过促使最初的价格下降而点燃大崩溃的导火线是有可能的。

[22] 海内·里兰德：《谁应该购买有价证券保险》，载《金融杂志》，1980(35)，582 页。

[23] 参见罗伯特·J·希勒：《有价证券保险及其他热门投资方式在 1987 年股市暴跌中所起作用》，载《国家经济研究局宏观经济学年鉴》，287~295 页，剑桥，马萨诸塞，国家经济研究局，1988。

[24] 《20 世纪 20 年代历史的重演？有些相似但又有些不同》，载《华尔街日报》，1987-10-19，15 版。该文是在一个 10 英寸长 5 英寸宽的小隔断里刊登的，在同一页有一篇辛西亚·克罗森的报道：《股市下滑使分析家不得不认错道歉，夏季股市高涨的理由遭到质疑》。

第五章 新时代的经济思想

[1] 迪恩·福斯特：《阿兰·格林斯潘勇敢的新世界》，载《商业周刊》，1997-07-14，44~50 页。

[2] 艾伦·兹纳：《嘘！听：会是 1929 年的阴魂吗？》彼得·高斯林：《道指达到 10 000 点：别笑得太早》，载《波士顿环球》1997-06-22，E1 版；保罗·克鲁格曼：《美国经济能增长多



快?》，载《哈佛商业评论》，1997(75)，123~129页。

[3] 有人通过数据库搜索在《新世纪经济》上共找到48篇含“股票市场”字眼的报道。

[4] 参见乔治·卡特纳：《心理经济学》，纽约，艾尔塞维，1975。

[5] 亚历山大·达纳·诺伊斯：《美国财政40年》，300~301页，纽约，G.P. 普特纳姆和孙氏，1909。

[6] 《波士顿邮报》，1901-01-01，3版。

[7] 托马斯·弗雷明：《与汉克叔叔一同绕着盆转：他的盆子美国展览之旅》，50页，纽约，努特希尔，1901。

[8] 《繁荣的股票市场：潜伏期的力量》，载《纽约论坛报》，1901-04-06，3版。

[9] A. A. 豪斯曼：《信心的来由》，载《纽约时报》，1901-05-26，5版。

[10] 阿伦：《就在昨日》，3、15页。

[11] 翠西·J·谢特里夫：《产业的复苏是最乐观的希望》，载《纽约先驱论坛报》，1925-01-02，1版。

[12] 约翰·摩迪：《华尔街的新时代》，载《大西洋月刊》，1928(8)，260页。

[13] 查尔斯·阿莫·达斯：《股票市场的新水平》，75~183页，纽约，马克格鲁-希尔，1929。

[14] 艾琳·费舍尔：《股票市场的崩溃——及后来的事情》，101~174页，纽约，麦克米伦，1930。

[15] 格雷·B·哈兹伍德：《购买力是繁荣的基础》，载《纽约先驱论坛报》，1929-01-02，31版。

[16] 引自《商业金融编年史》，1929-03-09，1444页。

[17] 《“新时代”真的存在吗?》，载《美国新闻及世界报道》，1955-03-20，21页。

[18] 《股票市场：向前，向上?》，载《新闻周刊》，1955-12-12，59页。

[19] 《当今美国之繁荣》，载《时代周刊》，1955-11-28，15页。

[20] 《股票市场：向前，向上？》，载《新闻周刊》，1955-12-12，59页。

[21] 《商人为何乐观》，载《美国新闻及世界报道》，1955-12-23，18页。

[22] 《“新时代”真的存在吗？》，载《美国新闻及世界报道》，1955-03-20，21页。

[23] 《新美国》，载《新闻周刊》，1955-12-12，18页。

[24] 《投资者都打赌肯尼迪会得势》，载《商业周刊》，1961-02-04，84页；迪恩·S·阿默：《进入新经济时代》，载《哈佛商业评论》，1967，3~4页。

[25] 《投资者都打赌肯尼迪会得势》，载《商业周刊》，1961-02-04，84页；《牛市》，载《商业周刊》，1961-03-18，142页。

[26] 《挑战900》，载《商业周刊》，1965-01-23，26页；《白片年？》，载《新闻周刊》，1965-01-01，57页；《向1000进军》，载《时代周刊》，1966-01-14，78页。

[27] E. S. 布朗宁、丹尼勒·塞沙：《股票突破10000后又回落》，载《华尔街日报》，1999-03-17，C1版。

[28] S&P综合指数实际收益的几何平均数。

[29] 迈克·曼德尔：《新经济的胜利》，载《商业周刊》，1996-12-30，28~70页。

[30] 参见迈克尔·布鲁诺、威廉·伊斯特里：《通货膨胀危机与长期增长》，载《货币经济学杂志》，1998，41(1)，2~26页。当然要考虑到许多有关挑选时机的复杂问题：股票市场可能会因一则预测通货膨胀将来可能会更高的新闻而下跌，接着又会随着消费者价格增加而逐渐复升。对这类时机问题的思考对大多数公众来说过于专业，因此这一问题可能在公众心中永远解决不了(或者说，正因为如此，单靠经济学家无疑是不够的)。

[31] 罗杰·伯特勒：《通货膨胀的终结：零时代的残存与兴



盛》，27、31页，伦敦：尼古拉斯·布里雷，1998。

[32] 史蒂芬·万博：《商业循环的终结？》，载《外国事务》，1997，76(4)，65～82页。

[33] 《当穿着锃亮皮鞋的男孩谈论股票的时候》，载《财富》，1996-04-15，99页；《美国新闻及世界报道》，1997-04-14，57页；《福布斯》，1998-05-18，325页；《财富》，1998-07-22，197页。

[34] 艾伯特·W·亚特伍德：《消失的几百万：股市极度繁荣过后》，载《周六晚报》，1921-9-21。

[35] 克丽丝蒂娜·罗默：《大崩溃及大萧条的开始》，载《经济学季刊》，1990(105)，597～624页。

[36] 奥斯卡·朗吉：《美国经济是否正在萎缩》，载《美国经济评论》，1939，29(3)，503页。

[37] 参见哈威·克勒：《美国共产主义全盛时期：萧条时期》，纽约，巴塞克书店，1984。

[38] 奥肯引自《时代周刊》，1974-01-14，61页；布恩斯引自《美国新闻及世界报道》，1974-06-10，20页。

[39] 参见布鲁诺和伊思特里：《通货膨胀危机》。

第六章 新时代和全球泡沫

[1] 30个国家和地区的数据来自国际货币基金组织，国际金融统计。以下国家的数据始于1957年。1月：奥地利、比利时、加拿大、法国、德国、芬兰、印度、意大利、日本、芬兰、挪威、菲律宾、南非、美国及委内瑞拉。其他数据来源相同的国家数据起始时间如下：巴西，1991年8月；智利，1978年11月；哥伦比亚，1963年10月；丹麦，1969年2月；以色列，1982年11月；牙买加，1969年7月；韩国，1978年1月；卢森堡，1980年1月；墨西哥，1985年7月；巴基斯坦，1960年7月；秘鲁，1989年9月；葡萄牙，1908年1月；西班牙，1961年1月；瑞典，1976年1月；英国，1957年12月。余下六国和地区的数据来自达塔斯特里姆公司，



起始时间如下：澳大利亚，1973年3月；中国香港，1974年7月；印度尼西亚，1996年1月；新加坡，1986年2月；中国台湾，1986年1月；泰国，1984年1月。

每个国家或地区的股票月指数除以当月的消费者价格指数，从而得到实际股票价格指数。实际股票价格指数变化是所示时期内实际指数的最大月变化，其中不包括相隔三年以内的时期，也不包括消费者价格指数月涨幅超过4%的时期，因为在高通货膨胀时期，时间的控制以及消费者价格指数的计算往往不准确，会导致股票价格指数虚假的上涨。

表的右边还显示相同时间长度时期(12个月或5年)内实际股票价格指数百分比的变化，其中每段时期的开始月份在表后注明。例如，从表6.1我们可以看出，菲律宾的股票市场自1985年12月至1986年12月除去通货膨胀因素实际上涨了683.4%，自1986年12月至1987年12月又上涨了28.4%。又例如，从表6.4我们可以看出，西班牙股票市场自1974年12月至1979年12月除去通货膨胀因素，实际下跌了86.6%，自1979年12月至1984年12月又上涨了0.1%。

[2] 从表6.2最右栏可以看出，1999年韩国股市经历了一次上涨，使其重回到表6.1中。

[3] 《娱乐时间：台湾股市今年上涨28%后已摆出了下冲的姿态》，载《亚洲华尔街日报》，1987-10-12。

[4] 《为数字所困扰，台湾人正在放弃工作、健康和理智》，载《亚洲华尔街日报》，1987-09-14。

[5] 詹姆斯·布鲁克：《委内瑞拉还未疯狂到再次繁荣》，载《纽约时报》，1990-09-02，IV.3版。

[6] 欧仁·鲁滨逊：《随着委内瑞拉经济重组，甚至汽油价格也会上升》，载《多伦多星报》，1990-05-21，C6版。

[7] 《孟买的致富之源？》，载《远东经济评论》，1992-05-28，48页。

[8] 共和政体，引自鲁丝·格拉博：《米兰股市已转为牛市》，载



《多伦多星报》，1986-03-25，F1版。

[9] 艾伦·弗里德曼：《米兰牛市发狂了：意大利股市高涨》，载《金融时报》，1986-03-25，I. 25版。

[10] 大卫·玛希：《企业新口味：法国证券交易所》，载《金融时报》，1984-07-04，I. 14版。

[11] 尽管法国牛市表现非凡，人们对股市的兴趣仍未冲击法国文化，而在美国可不一样。参见J. 默：《尽管表现卓越，股市没有冲击法国》，载《世界》，1999-11-25，电子版。

[12] 温纳·德·邦特和理查德·H·泰勒：《股市反应是否过了头？》，载《金融杂志》，1985，40(3)，793~805页。参见康普贝尔：《金融市场计量经济学》，27~82、253~289页，该书记载了有关收益相互作用的调查的文章。

[13] 想要判断价格大幅上涨(下跌)预示着未来的价格上涨还是下跌，我们不妨运用表格中的这些结果。例如，表6.3中有20个股价大幅上涨时期，其发生时间离现在较久，因此我们可以观察其后五年的价格变化，其中有13个(65%)价格下跌，而平均实际价格(按表6.3中所列的所有价格平均)变化为-10%。表6.4中有21个股价大幅下跌的时期，其发生时间离现在较久，因此我们可以观察其后五年的实际价格变化，其中16个(76%)是上涨，而平均价格涨幅(按表6.4中所列的所有价格平均)为13%。

然而，这些结果还不能证明市场的可预测性，因为我们是通过表中所列其后五年的数据来确定市场五年后的情况的。要想证明市场是可以预测的，我们必须想办法准确地找出价格大幅上涨的时期。此处显示的结果用到了构成表格的数据，但仅限于表中设计的时间跨度。(我们不妨将这些实际价格的变化称做“大幅度变化”。)然后我们在每个大幅度变化时期之后取一段相同长度的时期，始于大幅度变化时期的结束月份。无论是价格大幅上涨后的时期还是价格大幅下跌后的时期，我们按各国和地区其后价格时期进行平均，计算出各国和地区随后的平均价格变化，然后得出(上涨后的时期和下跌后的时期分别得出)那些平均值为正的国家 and 地区，并将各国和地区的平均值填入

该国和地区的平均价格变化。

例如：表 6.3 中五年价格上涨率的最小值是 230.9%（香港，表中第 25 行）。对于那些有数据可循的国家和地区，我们找出所有的 60 个月价格大幅上涨时期（60 个月中实际价格上涨率大于或等于 230.9%，许多时期是互相重叠的），然后算出各个时期后 60 个月中实际价格变化百分比。我们将该国和地区所有的其后时期实际价格变化百分比加以平均，得出该国和地区其后平均实际价格变化。

文中给出的平均值是所有国家平均值的平均值，表示在价格变化期过后，在所有国家和地区以同样的金额投资会取得的平均收益。值得注意的是，价格大幅上涨后的时期和大幅下跌后的时期，其平均值存在差异，但这些差异本身并不能绝对证明在市场价格下跌的国家和地区投资或是在市场价格上涨的国家和地区卖空就一定能获利。还有其他一些问题，包括国家(地区)与国家(地区)间的差异，风险变化以及市场收益和股息收益的变化等。另外，即使五年后实际价格变化差异具有高度的统计意义，也还存在着选择五年价格时期时我的个人偏好问题。这里的分析中没有提及这些问题，而且对于这些数据的进一步分析也不可能完全解决这些问题。一直以来，金融研究都无法找出准确、不容置疑的证据来证明获利机会确实存在。认为市场并非完全有效的观念并非源自众多的研究，而是源自金融界多年来研究市场非有效性时所获得的众多证据。参见第十章对这些问题的进一步讨论。

第七章 股市的心理依托

[1] 查找最近一次更为广泛的针对心理学在金融领域作用的调查，请参见何希·谢夫林：《越过贪欲与恐惧：了解行为金融学及投资心理学》，波士顿，哈佛商学院出版社，2000；安德雷·希雷佛：《效率低下的市场：行为金融学入门》，牛津，牛津大学出版社，2000。

[2] 参见阿莫斯·特弗斯基、丹尼尔·卡赫尼曼：《不确定的判断：启发与偏见》，载《科学》，1974(185)，1 124 ~ 1 131 页。

[3] 参见罗伯特·J·希勒，《股价及股息的一致运动》，载《金



融杂志》，1989(44)，719～729页。

[4] 参见史蒂芬·L·何斯顿、K·格特·罗温豪斯特：《产业结构能否说明国际分散投资的好处？》，载《财政经济学杂志》，1994(36)，3～27页；约翰·M·格里芬、G·安德鲁·卡罗里：《再论市场产业结构在国际分散投资战略中的作用》，载《财政经济学杂志》，1998(50)，351～373页；以及肯尼士·富鲁特、艾米尔·达伯拉：《贸易定位对股票价格的影响》，工作论文，W6 572(剑桥，马萨诸塞，国家经济研究局，1998年5月)。正如“稳固理论”说明的，投资者对有共同语言的国家更感兴趣；参见马可·格林伯拉特、马蒂·克罗哈鲁：《距离偏差、语言偏差及老练的投资者：芬兰的结果》(未公开发表的工作论文)，洛杉矶，加利福尼亚大学，1999。

[5] 参见詹姆斯·D·皮特森、陈虎西：《股票与证券收益的共同风险因素能否解释房地产投资的收益？》，载《房地产经济学》，1997(25)，321～345页。

[6] 南希·潘宁顿、里德·哈斯蒂：《基于解释的推理决策》，载《认识》，1993(49)，123～163页。

[7] 参见D.W. 博伦、W.H. 伯伊德：《赌博与赌徒：初步发现回顾》，载《普通精神病学成就》，1968，18(5)，617～629页。赌博给人带来刺激，使人兴奋，被这种冒险游戏所吸引的人常常是那些喜欢追求感官刺激的人；参见马文·珍克蔓、伊丽莎白·克林、莉亚·普拉斯、阿纳·朱博：《寻求感觉刺激的攀岩的发展》，载《顾问心理学杂志》，1964，28(6)，477～482页；威廉·F·斯特鲁伯：《高风险和低风险男运动员的感觉追求》，载《体育心理学杂志》，1982，4(3)，243～253页；以及海伦·格尔契里斯特、罗伯特·泊维、亚德里恩·迪肯森、雷切尔·泊维：《追求感觉刺激的攀岩：人们选择假日探险的研究》，载《性格与个人不同点》，1995，19(4)，513～516页。

[8] 参见格顿·柯伦：《赌博的合理性：赌徒的可能性、机会和运气》，载乔治·莱特、彼得·艾顿主编：《主观可能性》，485～499页，契切斯特，英格兰，约翰·维雷和孙氏，1994。

[9] 参见希罗莫·本纳兹:《为何员工将其退休储蓄投资于公司股票?》(没有公开发表),洛杉矶,加利福尼亚大学安德森学院,1999。本纳兹发现,员工之所以投资公司股票是因为被过去十年里股票的收益深深吸引。他指出,公司很少为了鼓励员工购买公司股票而降价,员工是自愿选择投资公司股票的。因为购买量水平不能预测将来股票的收益,所以投资公司股票并不一定说明员工掌握了有关公司的好消息。

[10] 阿尔德·沙里夫、伊塔曼·西蒙森、阿莫斯·特弗斯基:《合理的选择》,载《认识》,1993(49),11~36页。

[11] 托马斯·J·史丹利、威廉·D·丹库:《隔壁的百万富翁:美国财富惊人的秘密》,纽约,泊克特书店,1996。

[12] 巴鲁契·弗契霍夫、保尔·斯洛维奇、塞拉·里琴斯顿:《了解不确定性:极度自信的适合度》,载《实验心理学:人类感觉和表现》,1977(3),522~564页。

[13] 参见G. 齐格伦扎:《如何使认识幻想消失:超越“启发式教育及偏见”》,载《社会心理学欧洲评论》,1991(2),83~115页。

[14] 参见戈登·W·皮兹:《未完全确知数量的可能性分布》,载李·W·格里哥主编:《知识与认识》,21~41页,波托马克,马里兰,劳伦斯·艾鲍姆公司,1975。

[15] 参见艾伦·柯林斯、埃莱诺·瓦诺克、尼勒克·阿瑟罗、马可·L·米勒:《由不完全确知进行的推论》,载丹尼尔·G·伯布罗、艾伦·柯林斯主编:《描述与理解:认识科学研究》,383~415页,纽约,学术出版社,1925。

[16] 参见达格默·斯特拉博格和安妮·马斯:《事后的认识偏见:破损的记忆与偏见的重组》,载《欧洲社会心理学评论》,1998(8),105~132页。

[17] 参见E.J. 朗格:《控制幻想》,载《性格与社会心理学报》,1975(32),311~328页;另参见G.A. 考特隆、阿莫斯·特弗斯基:《因果必然性和诊断必然性:自欺欺人与投票者幻想》,载《性格与社



会心理学杂志》，1984，46(2)，237～248页。

[18] 特弗斯基和卡赫尼曼：《不确定判断》。

[19] 参见尼古拉斯·巴贝里斯、安德雷·谢雷弗、罗伯特·威希尼：《投资者感情模式》，载《财政经济学杂志》，1998(49)，307～343页。查询更多有关过于自信及股市的理论探讨，参见尼古拉斯·巴贝里斯、黄明、塔诺·圣托斯：《前景理论及资产价格》，（没有公开发表），芝加哥大学，1999；肯特·丹尼尔、大卫·何希雷佛、阿万尼达·苏伯拉曼亚姆：《投资者心理学及证券市场反应过度和不足》，载《金融服务》，1998，53(6)，1 839～1 886页；以及哈里森·虹、杰瑞米·斯顿：《资本市场反应不足、冲动交易及过度反应的统一理论》，工作论文，麻省理工学院斯隆管理学院，1998。

[20] 这些观点成形于保尔·米尔格鲁姆、南希·斯托克：《信息、贸易及常识》，载《计量经济学》，1982(49)，219～222页；以及约翰·奇纳科普格斯：《常识》，载《经济透视》，1992，6(4)，53～82页。

[21] 艾达·沙弗、阿莫斯·特弗斯基：《不确定思考：无结果推理与选择》，载《认识心理学》，1992(24)，449～474页。

第八章 从众行为和思想影响

[1] 所罗门·阿什：《社会心理学》，450～501页，英格勒伍德·克里夫斯，新泽西：普伦蒂斯大厦，1952。

[2] 摩顿·道奇、哈罗德·B·吉拉德：《基于个人判断的标准和信息的社会影响的研究》，载《异常社会心理学杂志》，1955(51)，629～636页。

[3] 斯坦利·米尔格拉姆：《服从官方》，13～54页，纽约，哈普和劳，1974。

[4] 米尔格拉姆指出，人们总是认为实验者是专家，比他们知道得更多。当他改做另一个实验且实验者很明显不是专家时，他发现人们服从股票管理专家的趋势大大减小（同上书，89～112页）。然而，与阿什一样，米尔格拉姆似乎没有认识到信息对其结果的影响，他认

为他们揭示了一种“服从本能”，这种“服从本能”是从普通的进化原则“价值等级制度”发展来的(同上书，123~125页)。

[5] 参见 S. D. 滨克康达尼、大卫·哈希雷佛、艾佛·威尔契：《时尚理论，社会习惯和文化变化》，载《政治经济杂志》，1992(81)，637~654页；以及阿布杰特·V·本纳杰：《群体行为的简单模式》，载《经济学季刊》，1992，107(3)，797~817页。

[6] 参见克里斯托夫·阿弗雷、彼得·珍斯基：《金融市场的多维不确定和群体行为》，载《美国经济评论》1998，88(4)，724~748页；以及李浒：《市场和信息崩溃》，载《经济研究评论》，1998，65(4)，741~760页。

[7] 答卷者是由调查抽样公司在美国高收入人群中随机抽取的。我们将他们的回答分为十类，131个答卷者所占百分比如下：(1)朋友或家人(13%)，(2)为公司工作(21%)，(3)与公司有关系的人(3%)，(4)经纪人(33%)，(5)成功公司的挤出者(2%)，(6)上市公司—广告(2%)，(7)期刊—报纸(6%)，(8)公司顾客(2%)，(9)继承的股票或作为礼物接受的股票(2%)，(10)类似表现的公司(0%)。其他回答无法归入以上十类。参见罗伯特·J·希勒、约翰·庞德：《投资者兴趣和信息分布的调查证据》，载《经济行为和组织杂志》，1989(12)，47~66页。如果现在让我们重复这项研究，电视(现在不乏商业报道)和互联网肯定榜上有名。在《心理经济学》中，同是心理学家、经济学家的乔治·卡罗纳提出并证明了人们不断相互影响从而形成一种“社会效仿”现象，刺激人们行动起来。罗宾·巴罗和他的同事发现了与我们相似的证据，个人投资者常常是在与别人商量后才做决定的；参见罗宾·巴罗、哈威·E·布雷扎、詹姆斯·N·摩根：《名流的经济行为》，华盛顿：布鲁金斯学会，1966。

[8] 埃来·费尔德曼、比尔·艾格伯特：《投资的混乱：小人物卷入130万元的诈骗案》，载《纽约新闻日报》，1999-05-27，5版。

[9] 参见 A. A. L. 雷德：《电话与面对面对触的比较》，载于艾塞尔·索拉·泊拉主编：《电话的社会影响》，386~414页，剑桥，



马萨诸塞，麻省理工学院出版社，1977。

[10] 查询 20 世纪 20 年代的证券诈骗以及当时的限制立法，请参见伊马努尔·斯顿：《政府与投资者》，纽约，法拉和雷哈特，1941。

[11] 国际数据公司：《出版社发表：新技术使更好的观察成为可能》，<http://www.idc.com/Data/Personal/content/PS082399PR.htm>，1999。

[12] 参见诺曼·T·巴雷：《流行行为的数学理论》，伦敦，C. 格里芬，1957。

[13] 计算曲线为 $P = 1 / (1 + e^{-rt})$ ， P 表示受感人群比例， r 表示单位时间的受感率， t 表示时间。该表达式是微分等式 $\frac{dp}{dt} = pr(1 - P)$ 的解，其中 $(1 - P)$ 表示可能受感人群的比例。

[14] 阿兰·柯尔曼：《蚂蚁，合理性及恢复正常》，载《经济学季刊》，1993, 108(1), 1 337 ~ 1 356 页。

[15] 参见大卫·J·巴瑟罗谬：《社会进程的假设模式》，纽约：约翰·维雷和孙氏，1967。

[16] 参见汤姆布纳姆：《更多的误传》，20 ~ 21 页，费城，里平考特和克鲁维尔，1980。

[17] 约翰·肯尼斯平息了自杀谣传。然而，随着大萧条的到来，20 世纪 30 年代的自杀率确实上升了。参见肯尼斯：《大崩溃，1929》，132 ~ 137 页。

[18] 取样大小为 30(控制)和 40(试验性)；参见希勒和庞德：《调查证据》，54 页。

[19] 参见 N. R. F. 梅尔：《人类的理性(二)：问题解决方法及其意识表现》，载《比较心理学杂志》，1931(12), 181 ~ 194 页，另参见罗伯特·E·尼斯贝特、剃默斯·卡姆普·威尔逊：《告诉我们所不知道的，大脑处理的口头报道》，载《心理观察》，1977, 84(3), 231 ~ 239 页。

第九章 有效市场、随机游走和经济泡沫

[1] 参见尤金·法玛：《有效资本市场：经验主义工作评论》，载《金融杂志》，1970(25)，383~417页。

[2] 乔治·吉布森：《伦敦、巴黎和纽约的股市》，11页，纽约，G. P. 普特纳姆和孙氏，1889。

[3] 约瑟夫·斯德格·劳伦斯：《华尔街与华盛顿》，179页，普林斯顿，新泽西，普林斯顿大学出版社，1929。

[4] 如果不算交易费用以及必须跟上职业分析家不断改变的看法等原因，听取他们的建议似乎确实有一定好处。参见沃马克：《经纪人分析家建议》；以及布拉德·巴博、卢文·拉哈维、马林·马克尼古拉斯、布鲁特·杜鲁门：《投资者能从预言家那里受益吗？分析家的一致建议与股票收益》（没有公开发表），加州大学戴维斯分校，1998。第二篇文章认为除了交易费用，“一致的建议对投资者来说还是有价值的，否则他们不会考虑买或卖”（25页）。

[5] 朱迪丝·切瓦里尔、葛伦·艾里森：《共同基金经理人比其他更人更强吗？行为与表现分析》，载《金融杂志》，1999, 54(3)，857~899页。

[6] 安德鲁·艾德格克里夫：《名单之外的电子玩具》，载《金融杂志》，1999-05-21，29页。

[7] 虽然“最热门的50种”一词以前就用过，但直到1977年在一篇《福布斯》论文中“最热门的50种”的名单才清楚地确定下来。然而，该文在名单中列出的是1972年市盈率最高的50只股票，可西格尔在分析时所用的起始时期为1970年。

[8] 杰雷米·J·西格尔：《股票的长期走势》，2版，105~114页，纽约，马克格鲁-希尔，1998。

[9] 查尔斯·马凯：《非常流行的幻想和群体疯狂行为研究报告》，142页，伦敦，本特雷，1841。

[10] 彼得·高博：《著名的第一次投机性泡沫：早期投机热的基础》，剑桥，马萨诸塞：麻省理工学院出版社，2000。

[11] 西格尔：《股票的长期走势》，107页。



[12] 参见杰里尔米·J·西格尔：《互联网股票价格是否过高，它们会持久吗？》，载《华尔街日报》，1999-04-19，22版。这篇文章在发表的当天引起了互联网股票价格的轻度下跌。纳斯达克交易所高科技股票当天下跌5.6%，此次下跌为十年来下跌幅度第三大的一次。

[13] 彼得·高博：《郁金香热》，载《政治经济杂志》，1989，97(3)，557页。

[14] 圣乔伊·巴苏：《与市盈率相关的普通股票投资行为：有效市场试验》，载《金融杂志》，1977，32(3)，663~682页；尤金·法玛、肯尼斯·法朗奇：《股票预计收益抽样》，载《金融杂志》，1992(47)，427~466页。公司经理似乎也清楚什么时候他们的股票价格相对过高，这时他们往往减少新股票的发行。因此，公司的权益融资是未来收益的负指标，权益融资越多，未来收益就越少；反之亦然，参见麦尔肯·巴克、杰弗里·伍格勒：《新发行的无固定利息股票与综合股票收益》（没有公开发表），哈佛大学，1999。

[15] 威纳·德·邦德特、理查德·H·泰勒：《股票市场是否反应过度？》，载《金融杂志》，1985，40(3)，793~805页；另参见詹姆斯·波特巴、劳伦斯·萨默斯：《意味着股价将倒退：证据及其含义》，载《财政经济学杂志》，1988(22)，26~59页。

[16] 杰·R·里特：《上市股票的长期表现》，载《金融杂志》，1991，46(1)，3~27页。

[17] 引用美林证券公司的广告随处可见，《共同基金》（1999年9月，37）页就是一例。广告中说这些数据是S&P500指数，但却没有给出取样日期。通过寻找收益增长幅度最大的时期，同时不考虑通货膨胀因素，我可以大致重复引文的结果。为了使收益增长幅度最大，先在第二次世界大战刚结束那段时期找一个起始数据，那时的收益受战争影响仍然很低而且还处于1945年10月经济萧条的底部。滞后的全年S&P总收益从1946年第二季度到1997年第三季度共翻了48倍，1946年6月至1998年4月间，S&P500翻了60倍。因此，多少可以确定美林证券公司的结果来自这段时间。但是如果选取另一些

时期，结果会大不相同。从1947年第四季度到1998年第四季度，收益只翻了23倍，而从1947年12月到1999年4月翻了83倍，这些略为不同的取样时期给人的印象是，价格的增长比收益的增长要快得多，这与那则广告所表明的情况就完全不同。

从1946年到1997年，生产者价格指数翻了7番，因此，事实上那段时间的实际收益只翻了7番。这意味着实际收益年增长率约为4%。从1947年第四季度到1998年第四季度，实际收益的年增长率只有3%，整个这段时期除去通货膨胀因素的收益增长并不显著，至多不会超过政府保值债券的现行利率。然而那则广告由于选样与众不同，所显示的变化相隔时期长且没有除去通货膨胀因素，以致给人造成错误印象：巨大的收益增长必然带来巨大的价格增长。

[18] 罗伯特·巴斯基、勃兰特·德·朗：《股价为何波动？》，载《经济学季刊》，1993(108)，291~311页。

[19] 肯尼斯·弗鲁特、莫里斯·奥伯斯特费德：《固有的泡沫经济：股票价格案例》，载《美国经济评论》，1991(81)，1189~1214页。将他们所谓的“保证价格”与实际价格联系起来比将股息本身与实际价格联系起来好不了多少，只不过在他们的模型里，当股息转高时他们使股票价格对股息的反应更敏感，从而使保证价格与1950年后的实际价格更接近。

[20] 西格尔：《股票的长期走势》，91~104、254、259、264~266页，该书中有一篇关于这些异常现象的评论。

[21] 市场有效性研究报告指出的异常现象的不一致性，是由不同的研究所使用的不同计量经济方法造成的；参见汤姆·劳格伦、杰·R·里特：《对市场有效性进行统一的有效衡量》（没有公开发表），圣母大学，1999，载《财政经济学杂志》（2000）。

[22] 默顿·米勒：《金融中的行为合理性：股息个案》，载于罗宾·M·豪格斯、米尔文·W·里德主编：《合理选择：经济学与心理学对比》，283页，芝加哥，芝加哥大学出版社，1986。

[23] 罗伯特·J·希勒：《股价波动是否过于激烈以致股息的变动无法证明股价的合理性？》，载《美国经济评论》，1981，71(3)，421~436页；



史蒂芬·雷罗伊、理查德·波特：《股票价格易变性：隐含的波动》，载《计量经济学》，1981(49)，97~113页。另参见圣福德·J·格鲁斯曼、罗伯特·J·希勒：《股市价格易变性的决定因素》，载《美国经济评论》，1981(71)，222~227页。

[24] 要计算某月股息的现值，可将数月后每月实际支付股息的折现价值相加。数月后实际支付股息的折现价值由实际股息除以 $(1+r)^t$ 得出，其中 r 表示实际月折现率， t 表示相隔月数。计算图 9.1 中的股息现值所使用的折现率 r 为定值，等于从 1871 年 1 月到 1999 年 6 月过去股市实际月收益的几何平均数，即每月 0.6%。将 r 时刻当做定值符合在有效市场中将市场预期收益时刻当做定值的值设，在这种值设中，就可预测的收益而言，存在着影响股市的好时机或坏时机。另外还有一些较复杂的有效市场学说，其中的 r 是随时间变化的，但是这些学说暗示股市收益是可预测的。这里计算的现值是根据目前最流行和最重要的有效市场模型得来的。

当然，对于没有现成数据的年代，我们无法获知股息究竟是多少。为计算股息的现值，假设实际股息以 1871 年 1 月至 1999 年 12 月的历史平均增长率即每月 0.1% 的速度增长，那么实际股息将比 1999 年 12 月增 1.25 倍。最近几年的股息支出率一直是其历史平均支出率的 80%（股息作为十年移动平均收益的一部分），而实际股息增长 1.25 倍对此有部分抵消作用。需要对 1999 年 12 月后的实际股息增长作出假设意味着将表中距现在较近的股息现值作为实际股息现值的指数是不可靠的。然而，图中给出的 2000 年前几十年的股息现值的数字还是比较准确的，因为与这几十年相比，2000 年后数年的现值在计算时作了较大的折扣。如果认同将来股息的增长可能性与过去相比，除了股息支出降低了以外，没有什么别的不同，因此连图 9.1 中 2000 年的股息现值也可能是相当准确的。

[25] 需要强调的是，有效市场理论并不意味着股价曲线要比股息现值曲线平滑，而是从整体上看起伏波动较小。从某种意义上说，这一点需要严格定义，我在第一篇关于过度易变性的文章中曾竭力解释这一点，参见罗伯特·J·希勒：《远期利率易变性及期间结构预

期模型》，载《政治经济杂志》，1979(87)，1 062 ~ 1 088 页。可是一些评论家却无视这些解释，当他们后来再次提出这一点时，还以为自己提出的观点很新鲜、很有创意；特别参见艾伦·克雷顿：《波动衡量及股价评估模型》，载《政治经济杂志》，1986(94)，953 ~ 1 001 页。单靠这张图无法得出任何有关有效市场的可靠结论，然而我认为这张图为有效市场提供了不少信息，弥补了它在美国综合股市数据方面缺乏整体证据的不足。这张图可以帮助我们纠正一些有关市场有效性证据的错误想法。

[26] 他们的论据是，公司依据价格确定股息，所以导致了股息的不稳定性；参见泰利·A·玛希、罗伯特·C·默顿：《股息易变性和波动的边界证明股价的合理性》，载《美国经济评论》，1986, 76 (3), 483 ~ 498 页。我对此的回答是，虽然他们的模型不存在技术错误，但它与美国上个世纪的经历不大相符；参见罗伯特·J·希勒：

《经理稳定股息的玛希—默顿模型》，载《美国经济评论》，1986, 76 (3), 499 ~ 503 页。整个争论至今没有结束，因为衡量过度易变性的计量经济学不再用假定不变的股息进行计算；例如，约翰·Y·康普贝尔、约翰·阿默：《什么推动股票、证券市场？远期资产收益的变化剖析》，载《金融杂志》，1993, 48(1), 3 ~ 38 页。

[27] 康普贝尔和我开发了一个综合对数线性矢量回归模型，它能够代表有效市场模型的各种形式。参见约翰·Y·康普贝尔、罗伯特·J·希勒：《股息—价格率及对未来股息和折价因素的期望》，载《金融研究评论》，1988(1), 195 ~ 228 页；希勒：《市场易变性》；以及康普贝尔：《金融市场计量经济学》，253 ~ 337 页。

[28] 参见康普贝尔和希勒：《股息—价格率及对未来股息和折价因素的期望》。

[29] 参见康普贝尔和希勒：《什么推动股票证券市场？远期资产收益的变化剖析》。

[30] 参见希勒：《市场易变性》，197 ~ 214 页。

[31] 最近有人担心，20 世纪 90 年代的股息政策可能会掩饰从公司到投资者的现金流动。凯文·科勒、琼·海尔维格、大卫·拉斯



特[《股票市场估价指示：这段时间是否不同？》，载《金融分析家杂志》，1996(52)，56~64页]估计，总体说来以股息为形式的股票买卖会使20世纪90年中期的股息—股价率上升80个基本点。尽管经历了这次调整，S&P综合股息—价格率至今仍远远低于其历史最低点。梁和夏普在《股票购买及员工股票期权》指出，认为股票以市场价格发行的科勒假说是错误的，因为许多股票的发行要受员工股票期权的影响。对股票发行价低于市场价这一事实可理解为由于股息现值低于图9.1所示的数值，使得股息终值趋于降低。

第十章 投资者的知识局限

[1] 一直以来，经济学家都为过去股票风险溢价为何如此之高而感到困惑。他们不明白，既然股票优于其他形式的投资，人们为何没有更多地投资于股票呢？参见拉·梅拉、爱德华·C·普拉斯考特：《无固定利息股票之谜》，载《货币经济学杂志》，1988(15)，145~161页。根据本章谈到的学习理论，股票风险溢价之谜已是过去的事了，人们终于变聪明了。

[2] 艾德格·劳伦斯·史密斯：《作为长期投资的一般股票》纽约，麦克米伦，1924。

[3] 肯尼思·S·范·斯特朗：《购买力投资》，波士顿，拜伦斯，1925。

[4] 费舍尔：《股票市场崩溃》，99、202页。虽然他在书中其他地方强调了20世纪20年代的价格格外稳定，而在这里他却写道“在那段美元贬值的时候”，这些不免有些让人费解，也许他想说“即使是在那段美元贬值的时候”，用来指20世纪20年代间物价上涨的一段时期。可以肯定的是，他指的不是美元汇率，因为那时我们使用的是金本位制度。

[5] 达斯：《股市新高度》，126页。

[6] 弗兰克林·L·达默：《大众对商兴的兴趣与日俱增》，载《纽约先驱论坛》，1929-01-02，30版。

[7] 西格尔：《股票的长期走势》，15页。

[8] 参见艾伯森公司:《股票、证券、货币及通货膨胀》,46页,表2-9,或查询我网站中的数据, <http://www.econ.yale.edu/~shiller>。

[9] 根据艾伯森公司《股票、证券、货币及通货膨胀》,50页,表2-11中的数据,自1926年以来的20年中,没有一个短期利率是优于股票收益率的。他们没有列出1901年到1921年间的的历史数据。事实上敝作《市场波动性》中的数据(通过用消费者价格指数测量1913年后的通货膨胀来更新)显示出1966年到1986年以及1901年到1921年这两段时期内短期利率稍稍优于股票收益率。1966年到1986年,我和艾伯森公司的数据结果不同是由于所选的短期利率不同(一个是商业票据,一是国库券),而且所选的时间也有所不同。

[10] 参见菲利普·乔里奥恩、威廉·N·高兹曼:《20世纪全球股票市场》,载《金融杂志》,1999,54(3),953~980页,另参见史蒂芬·J·布朗、威廉·N·高兹曼、史蒂芬·A·罗斯:《幸存》,载《金融杂志》,1995,53(3),853~873页。杰雷米·西格尔指出,由于财政收益的原因,中线逐渐下降并低于平均线,因此所有国家和地区的平均增长率也不算低。

[11] 詹姆斯·K·格拉斯曼、凯文·A·哈塞特:《股票价格是否过高?没有半点可能》,载《华尔街日报》,1998-03-30,18版,以及《股票价格仍然低得很》,载1999-03-17,26版;引文摘自1999年的文章。

[12] 詹姆斯·K·格拉斯曼、凯文·A·哈塞特:《道指36 000:在即将到来的股市高涨中的获利新战略》,140页,纽约,时代商业/朗顿出版,1999。

[13] 参见,例如,威廉·高兹曼、罗杰·艾伯森:《赢者还会再赢吗?共同基金行为方式》,载《资产组合管理杂志》,1994(20),9~17页;埃德温·J·艾尔顿、马丁·格鲁伯、克里斯多夫·R·布莱克:《幸存者偏见及共同基金表现》,载《金融研究报》,1994,9(4),1 097~1 120页;以及《风险调整后的共同基金表现的持续性》,载《商业杂志》,1996(69),133~137页。

[14] 共同基金给个人投资者提供了更好的分散化投资形式,就



这一点而言它降低了股票的风险，因此共同基金的增加将降低投资者要求的风险补偿。约翰·希顿和底波拉·卢卡斯得出结论：增加的分散化投资“至少已有证明美国目前高价格股息率合理性的趋势”。希顿和卢卡斯提出了一个有效且具有深层意义的问题；然而他们的理论有一点美中不足，他们所描绘的人时时刻刻都很理智，但没有解释为何人们直到最近才更多地投资于共同基金。参见约翰·希顿、底波拉·卢卡斯：《股票价格及基本原理》（没有公开发表），西北大学，1999。

第十一章 自由环境中的投机风险

[1] 股票回购正在代替股息支付（回顾第二章的讨论），因此人们可能期望低股息收益会有所补偿。但是与每年净股票回购 1% 的比例相比，即使考虑了回购因素，股息收益仍然十分低。

[2] 《英特网使用者如今超过一亿》，载《纽约时报》，1999 - 11 - 11，C8 版。

[3] 参见佛罗斯特研究公司：《网络投资成为主流》，<http://www.forrester.com/ER/Research/Report/Analysis/0,1338,5876,FF.html>, 1999。

[4] 参见雷·C·费尔：《股票市场评估究竟高出多少？》（没有公开发表），考勒斯基金会，耶鲁大学，1999。

[5] 参见威廉·D·诺德豪斯、约瑟夫·G·博耶：《京都安魂弥撒：京都议定书经济分析》（考勒斯基金会论文 1201），新天堂，康涅狄格州，耶鲁大学，1998 年 11 月。

[6] 各州房产价格数据可以从房价指数、房屋入住率、家庭户数以及人口调查中间价格推导出。推导出的国家价值可与股票市场资本化作比较，参见卡尔·E·卡斯和罗伯特·J·希勒：《股票市场、房地产市场及消费者开支》，本文是美国经济协会—美国房地产及城市经济学协会会议论文，波士顿，2000 - 01 - 09。

[7] 捐款管理咨询委员会：《教育捐款管理：上呈福特基金会的报告》，纽约，福特基金会，1969；凯瑟琳·特尔西：《提高福特基金会效率》，载《纽约时报》，1982 - 10 - 10，41 版。以下文章谈到

了 1973 年至 1974 年的股市崩溃对哈佛大学、罗彻斯特大学及耶鲁大学捐款的影响。

安德鲁·图巴斯：《哈佛—耶鲁百万美元游戏》，载《先生》，1978-12-19，77~85 页。该文最先记载了耶鲁大学对 1969 年福特基金会报告的反应是，将其大笔捐款投资股市，但正赶上 1973 年至 1974 年的股市崩溃，因此损失惨重，此事后来经常被人提到。但是仔细阅读文章会发现，他的数提并不支持这一结论。虽然耶鲁大学在 1973 年至 1974 年的股市崩溃中确实损失不小，但福特基金会报告发表后耶鲁大学事实上并没有增加对股市投资，恰恰相反，在 1973 年至 1974 年的崩溃之前，耶鲁减少了其用于股市风险投资的捐款数额。

[8] 克莉丝汀·特里安娜：《私人基金及公共慈善机构：是扩大支出的时候吗？》，国家授权系统，1999。

[9] 我曾分析过为什么公众对将其合约编入索引不感兴趣，原因有许多：他们为金钱幻觉所束缚，把货币视为价值的最终代表物（见第二章），他们没有意识到价格波动的风险，并且对公式和价格指数持怀疑态度。参见罗伯将·J·希勒：《公众对指数调整法的抵触：一个难题》，载《经济活动布鲁金斯论文集》，1997(1)，159~211 页。

[10] 参见杰克·万德赫、鲁塞尔·卡勒、卡洛·奎克、约翰·里：《401(k) 计划资产分配、账户平衡及贷款活动》，载《透视》（投资公司协会，华盛顿），1999，5(1)，2 页。结果是根据一次针对 660 万积极参与者的抽样调查得出的。

[11] 根据 ICI/EBRI 调查[“401(k) 计划资源分配”]，1996 年抽样调查中，24.5% 的参与者将其计划余额的 80% 甚至更多用于投资风险补偿股票基金，这一数字其实还低估了他们对股市的投资量，因为无固定利息股票基金并不包括对本公司股票的投资及通过平衡基金对股市的投资。根据一项研究参与者酬金分配情况的 TIAA-CREF 调查，将 100% 的酬金用于投资风险补偿股票的参与者所占百分比从 1986 年的 3.3% 几乎直线上升至 1996 年的 22.2%。而最近，根据约



翰向我提供的数据,到1999年6月,这一比例又升到到28.8%。参见约翰·阿默里克斯、弗朗西斯·P·金、马克·瓦沙斯基:《酬金分配及TIAA-CREF积聚——参与者在资产分配和投资账目中的选择趋势》,载《TIAA-CREF调查对话》,1997(51),2页。

[12] 查找退休人员资产分析,参见艾伦·L·古斯特曼、托马斯·L·斯登梅尔:《养老金对储蓄的影响:健康与退休调查数据分析》,载《公共政策卡内基·罗彻斯特系列会议》,1999(50),271~324页。

[13] 参见美国劳动部、养老金及福利救济金管理部门:《参与者投资教育:最后规定》,CFR Part 2509,说明公告96-1,《联邦注册》,1996,61(31),29,585~590页, <http://www.dol.gov/dol/pwba/public/regs/fedreg/final/96-14093.htm>。

[14] 参见罗伯特·J·希勒:《两代间社会保障和福利机构,两代间国际风险共担》,载《公共政策卡内基·罗彻斯特系列会议》,1999(50),165~204页。

[15] 如果采用明确的社会保障计划,我们肯定会遇到这样一个问题:谁采支付当前退休人员的欠款;参见约翰·齐纳科普罗斯、奥里维亚·S·米切尔、史蒂芬·P·扎德斯:《社会保障资金价值》,载奥里维亚·S·米切尔、罗伯特·J·梅尔、哈伍德·杨主编:《社会保障改革展望》,79~151页,费城,宾夕法尼亚大学出版社,1999。

[16] 参见希勒:《社会保障及福利机构》。

[17] 《泡沫经济》认为,即使没有这一货币政策,泡沫也不会破碎,这是有道理的。人们对投机买卖的期望有所改变说明日本股市下跌还有其他一些原因;参见罗伯特·J·希勒、吉郎筒井、文博今野:《日经指数为何下跌?扩大预期数据的搜集范围》,载《经济学和统计学评论》,1996,78(1),156~164页。

[18] 参见巴里·艾臣格林:《金色的镣铐:金本位及大萧条:1919—1939》,351页,表12.1,纽约,牛津大学出版社,1992。

[19] 《引诱你投资25 000 000美元》,载《纽约时报》,1907-

10-24, 1版;《最糟的股市崩溃源于银行》,载《纽约时报》,1929-10-25,1版。

[20] 《1929年股市崩溃的历史会重演吗?》,载《新闻周刊》,1965-06-14,78页。

[21] 随着第一次世界大战的爆发,欧洲的证券交易所纷纷关闭,欧洲人惊慌地抛售股票,这些引起了股市的关闭。纽约证券交易所是惟一在1914年7月底还进行交易的股票市场,是惟一还可以用股票换取现金的地方,但人们都认为这种情形维持不了多久。那时世界股票市场的下跌很可能会创下纪录,但由于股市早早关闭,这一点我们也不得而知。

[22] 参见詹姆斯·托宾:《新经济学过时十年》,载于《伊里特·简维《纪念约瑟夫·熊彼得的历史经济学讲义》,普林斯顿,新泽西,普林斯顿大学出版社,1974;詹姆斯·托宾:《国际货币改革建议》,载《东方经济杂志》,1978(4),153~159页;以及巴里·艾臣格林、詹姆斯·托宾、查尔斯·维普罗兹:《国际金融发展障碍的案例分折》,载《经济杂志》,1995(105),162~172页。马博·哈格、英格·库尔和伊沙贝勒·格伦博格共同编辑了一部评论托宾建议的论文集(《托宾税:针对金融易变性》,纽约,牛津大学出版社,1996)。

[23] 劳伦斯·H·萨默斯、维克多里亚·P·萨默斯:《当金融市场好得出头时:证券交易税的谨慎案例研究》,载《金融服务研究》,1988,3(2~3),163~188页。

[24] 参见杰弗雷·弗兰科尔:《论汇率》,剑桥,马萨诸塞,麻省理工学院出版社,1993;及《外汇市场好到什么程度:托宾税有用吗?》,载《托宾税:针对金融易变性》,41~81页。

[25] 参见希勒:《衡量泡沫期望》。

[26] 参见理查德·罗尔:《价格易变性、国际市场联系及其对政策调整的影响》,载《金融服务研究》,1989,2(2~3),211~246页。

[27] 参见布勒:《日经指数为何下跌?》。

[28] 麦克·伯伦纳:《剖开S&P500》,载《金融分析家杂志》,1998,54(1),14页。



[29] 罗伯特·希勒：《宏观市场：创立机构管理社会最大的经济冒险》，牛津，牛津大学出版社，1993。我与我的同事艾伦·维思以及我们凯思·希勒·维思公司的其他同仁为开发这些新市场已经工作了多年。参见卡尔·E·凯思、罗伯特·J·希勒、艾伦·N·维思：《基于指数的期货及房地产买卖交易》，载《有色证券管理杂志》，1993，19(2)，83~92页；罗伯特·J·希勒、艾伦·N·维思：《房屋无固定利息股票保险》，载《房地产财经杂志》，1999(19)，21~47页；以及罗伯特·J·希勒、艾伦·N·维思、《房屋无固定利息股票变更中的精神冒险》，载《房地产经济学》(2000)。

[30] 希勒：《宏观市场》，42~46页。查找有关艾伦·维思和我开发的宏观证券(代理资产)系统的叙述，请访问 <http://www.uspto.gov/patft/> 上我们的专利 5 987 435(代理资产数据处理器)。凯思·希勒·维思公司的附属公司宏观证券组正在开发这些证券项目。

[31] 斯塔法诺·阿瑟纳索里斯和我已经计划首先建立一个市场，以满足将世界各国的国民收入联合起来的长期要求[《有色证券市场的意义》，载《金融研究评论》(2000)]。对此进行投资便可获得一种截然不同的投资组合，即金融理论家们梦寐以求的真正的所谓“有效投资组合”。年轻人和敢于冒险的人可在该市场中作短线操作，而年纪稍大不再工作的人则可进行长期投资，这样可以在他们退休后分散化的投资组合收益过日子。

[32] 参见马丽安娜·巴克斯特、乌邦·杰曼：《国际多角化问题比你想象的还要糟》，载《美国经济评论》，1997(87)，170~180页。

[33] 阿瑟纳索里斯和我通过经实际数据校准建立的理论金融模型显示，适当地处理国民收入风险本身会对经济健康发展产生巨大影响。参见斯塔法诺·阿瑟纳索里斯、罗伯特·J·希勒：《世界收入组成：风险承担机制的发现与形成》(没有公开发表)，耶鲁大学，1999。

[34] 参见希勒、维思：《房屋无固定利息股票保险》。



参考书目

- Advisory Committee on Endowment Management, *Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation* (Barker Report). New York: Ford Foundation, 1969.
- Allen, Frederick Lewis. *Only Yesterday*. New York: Harper and Brothers, 1931.
- Ameriks, John, Francis P. King, and Mark Warshawsky, "Premium Allocations and Accumulations in TIAA-CREF—Trends in Participant Choices among Asset Classes and Investment Accounts." *TIAA-CREF Research Dialogues*, 51, July 1997.
- Ammer, Dean S. "Entering the New Economy," *Harvard Business Review*, September-October 1967, pp. 3 ~ 4.
- Arthur, Brian, John H. Holland, Blake LeBaron, Richard Palmer, and Paul Tayler. "Asset Pricing



- under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market," in W. B. Arthur, S. Durlauf, and D. Lane (eds.), *The Economy as an Evolving Complex System II*. Reading, Mass.: Addison-Mesley, 1997.
- Asch, Solomon. *Social Psychology*. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice Hall, 1952.
- Athanasoulis, Stefano, and Robert J. Shiller. "World Income Components: Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities." Unpublished paper, Yale University, 1999.
- _____. "The Significance of the Market Portfolio." *Review of Financial Studies*, forthcoming, 2000.
- Avery, Christopher, and Peter Zemsky. "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets." *American Economic Review*, 1998, 88(4): 724 ~ 748.
- Bailey, Norman T. *The Mathematical Theory of Epidemics*. London: C. Griffin, 1957.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Market Return." Unpublished paper, Harvard University, 1999.
- Bakshi, Gurdip S., and Zhiwu Chen. "Bahy Boom, Population Aging and Capital Markets." *Journal of Business*, 1994(67): 165 ~ 202.
- Banerjee, Abhijit V. "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*, 1992, 107(3): 797 ~ 817.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean. "Online Investors: Do the Slow Die First?" Unpublished paper, University of California at Davis, 1999.
- Barberis, Nicholas, Ming Huang, and Tano Santos. "Prospect Theory and Asset Prices." Unpublished paper, University of Chicago, 1999.
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. "A Model of Investor Sentiment." *Journal of Financial Economics*, 1998(49): 307 ~ 343.
- Barlow, Robin, Harvey E. Brazer, and James N. Morgan. *Economic Be-*



- havior of the Affluent*. Washington, D. C. : Brookings, 1966.
- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin. *Economic Growth*. New York: McGraw-Hill, 1995.
- Barsky, Robert, and J. Bradford De Long., "Why Have Stock Prices Fluctuated?" *Quarterly Journal of Economics*, 1993(108): 291 ~ 311.
- Bartholomew, David J. *Stochastic Models for Social Processes*. New York: John Wiley and Sons, 1967.
- Basu, Sanjoy. "The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets." *Journal of Finance*, 1977, 32(3): 663 ~ 682.
- Batra, Ravi. *The Great Depression of 1990: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself*, rev. ed. New York: Simon & Schuster, 1987.
- Baxter, Marianne, and Urban Jermann, "The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think," *American Economic Review*, 1997 (87): 177 ~ 180.
- Bell, David E. "Regret in Decision Making under Uncertainty." *Operations Research*, 1982, 30(5): 961 ~ 981.
- Benartzi, Shlomo. "Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stock?" Unpublished paper, Anderson School, University of California, Los Angeles, 1999.
- Benartzi, Shlomo, and Richard H. Thaler. "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle." *Quarterly Journal of Economics*, 1995, 110 (1): 73 ~ 92.
- . "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans," Unpublished paper, University of Chicago, 1998.
- Bikhchandani, S. D., David Hirshleifer, and Ivo Welch. "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change." *Journal of Political Economy*, 1992(81): 637 ~ 654.
- Blanchard, Olivier, and Stanley Fischer. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, Mass. : MIT Press, 1989.



- Boldrin, Michael, and Michael Woodford. "Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos: A Survey." *Journal of Monetary Economics*, 1990, 25 (2): 189 ~ 222.
- Bolen, D. W., and W. H. Boyd. "Gambling and the Gambler: A Review of Preliminary Findings." *Archives of General Psychiatry*, 1968, 18(5): 617 ~ 629.
- Bootle, Roger. *The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era*. London: Nicholas Brealey, 1998.
- Bowman, Karlyn. "A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency?" *The Public Perspective*, February-March 1996, pp. 5 ~ 8.
- Brennan, Michael. "Stripping the S&P500." *Financial Analysts' Journal*, 1998, 54(1): 12 ~ 22.
- Brooks, Ronbin. "Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions." Unpublished Ph. D. dissertation, Yale University, 1998.
- Brown, Stephen J., William Goetzmann, and Stephen Ross. "Survival." *Journal of Finance*, 1995(50): 583 ~ 573.
- Bruno, Michael, and William Easterly. "Inflation Crises and Long-Run Growth." *Journal of Monetary Economics*, 1998, 41(1): 2 ~ 26.
- Bulgatz, Joseph. *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds*. New York: Harmony, 1992.
- Bullock, Hugh. *The Story of Investment Companies*. New York: Columbia University Press, 1959.
- Burnam, Tom. *More Misinformation*, Philadelphia: Lippincott and Crowell, 1980.
- Campbell, John Y., and John Ammer. "What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns." *Journal of Finance*, 1993, 48(1): 3 ~ 38.
- Campbell, John Y., and John H. Cochrane. "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior."

- Journal of Political Economy*, 1999, 107(2): 205 ~ 251.
- Campbell, John Y., Andrew Lo, and Craig Mackinlay. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1997.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors." *Review of Financial Studies*, 1988(1): 195 ~ 228.
- . "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook." *Journal of Portfolio Management*, 1998(24): 11 ~ 26.
- Case, Karl E., Jr., and Robert J. Shiller. "The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets." *New England Economic Review*, November-December 1998, pp. 29 ~ 46.
- Case, Karl E., Robert J. Shiller, and Allan N. Weiss. "Index-Based Futures and Options Trading in Real Estate." *Journal of Portfolio Management*, 1993, 19(2): 83 ~ 92.
- Chevalier, Judith, and Glenn Ellison. "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance." *Journal of Finance*, 1999, 54(3): 875 ~ 899.
- Cohen, Randolph. "Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions." Unpublished paper, Harvard Business School, 1999.
- Cole, Kevin, Jean Helwege, and David Laster. "Stock Market Valuation Indicators: Is this Time Different?" *Financial Analysts Journal*, 1996 (52): 56 ~ 64.
- Collins, Allan, Eleanor Warnock, Nelleke Acello, and Mark L. Miller. "Reasoning from Incomplete Knowledge," in Daniel G. Bobrow and Allan Collins (eds.), *Representation and Understanding: Studies in Cognitive Science*. New York: Academic Press, 1975, pp. 383 ~ 415.
- Cowles, Alfred III, and associates. *Common Stock Indexes*, 2nd ed. Bloomington, Ind.: Principia Press, 1939.
- Cutler, David, James Poterba, and Lawrence Summers. "What Moves



- Stock Prices?" *Journal of Portfolio Management*, 1989, 15(3): 4 ~ 12.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam. "Investor Psychology and Security Market Over-and Underreaction." *Journal of Finance*, 1988, 53(6): 1 839 ~ 1 886.
- De Bondt, Werner, and Richard H. Thaler. "Does the Stock Market Over-react?" *Journal of Finance*, 1985, 40(3): 793 ~ 805.
- Dent, Harry S. *The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity*. New York: Hyperion, 1993.
- _____. *The Roaring 2000s: Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History*. New York: Simon & Schuster, 1998.
- _____. *The Roaring 2000s Investor: Strategies for the Life You Want*. New York: Simon & Schuster, 1999.
- Desmond, Robert W. *The Information Process: World News Reporting to the Twentieth Century*. Iowa City: University of Iowa Press, 1978.
- Deutsch, Morton, and Harold B. Gerard. "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment." *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 1955(51): 629 ~ 636.
- Dice, Charles Amos. *New levels in the Stock market*. New York: McGraw-Hill, 1929.
- Diggins, John Patrick. *The Proud Decades: America in War and in Peace 1941—1960*. New York: W. W. Norton, 1988.
- Dornbusch, Rudiger, and Stanley Fischer. "The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy," in Robert J. Gordon (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago: National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1988, pp. 459 ~ 501.
- Eichengreen, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression: 1919—1939*. New York: Oxford University Press, 1992.



- Eichengreen, Barry, James Tobin, and Charles Wyplosz. "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance." *Economic Journal*, 1995 (105): 162 ~ 172.
- Elias, David. *Dow 40 000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*. New York: McGraw-Hill, 1999.
- Elton, Edwin J., Martin Gruber, and Christopher R. Blake. "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance." *Review of Financial Studies*, 1996, 9(4): 1 097 ~ 1 120.
- _____. "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, 1996(69): 133 ~ 137.
- Fair, Ray C. "How Much Is the Stock Market Overvalued?" Unpublished paper, Cowles Foundation, Yale University, 1999.
- Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance*, 1970(25): 383 ~ 417.
- Fama, Eugene, and Kenneth French. "The Cross Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance*, 1992(47): 427 ~ 466.
- Fischhof, Baruch, Paul Slovic, and Sarah Lichtenstein. "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence." *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1997 (3): 522 ~ 564.
- Fisher, Irving. *The Stock Market Crash—And After*. New York: Macmillan, 1930.
- Fleming, Thomas. *Around the Pan with Uncle Hank: His Trip through the Pan-American Exposition*. New York: Nutshell, 1901.
- Foot, David K., and Daniel Stoffman. *Boom, Bust & Echo: How to Profit from the Coming Demographic Shift*. Toronto: McFarlane, Walter & Ross, 1996.
- Frankel, Jeffrey. *On Exchange Rates*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1993.
- _____. "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax



- Help?" in Mahbub ul haq, Inge Kaul, and Isabelle Grunberg(eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*. New York: Oxford University press, 1996, pp. 41 ~ 81.
- French, Kenneth R., and Richard Roll. "Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders." *Journal of Financial Economics*, 1986(17): 5 ~ 26.
- Froot, Kenneth, and Emil Dabora. "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?" Working Paper W6 572. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, May 1998.
- Froot, Kenneth, and Maurice Obstfeld. "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices." *American Economic Review*, 1991(81): 1 189 ~ 1 214.
- Gablbraith, John Kenneth. *The Great Crash: 1929*, 2nd ed. Boston: Houghton Mifflin, 1961.
- Gale, William G., and John Sabelhaus. "Perspectives on the Household Saving Rate." *Brooking Papers on Economic Activity*, 1991(1): 181 ~ 224.
- Garber, Peter. "Tulipmania." *Journal of Political Economy*, 1989, 97(3): 535 ~ 560.
- _____. *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000.
- Geandkoplos, John. "Common Knowledge." *Journal of Economic Perspectives*, 1992, 6(4): 53 ~ 82.
- Geanakoplos, John, Olivia S. Mitchell, and Stephen P. Zeldes. "Social Security Money's Worth," in Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers, and Howard Young(eds.), *Prospects for Social Security Reform*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1999, pp. 79 ~ 151.
- Ger, Güiliz, and Russell W. Belk. "Cross-Cultural Differences in Materialism." *Journal of Economic Psychology*, 1996(17): 55 ~ 77.
- Gibson, George. *The Stock Markets of London, Paris and New York*. New York: G. P. Putnam's Sons, 1889.

- Gigerenzer, G. "How to Make Cognitive Illusion Disappear: Beyond 'Heuristic and Biases.'" *European Review of Social Psychology*, 1991 (2): 83 ~ 115.
- Gilchrist, Helen, Robert Povey, Adrian Dickenson, and Rachel Povey. "The Sensation-Seeking Scale: Its Use in a Study of People Choosing Adventure Holidays." *Personality and Individual Differences*, 1995, 19 (4): 513 ~ 516.
- Glassman, James K., and Kevin A. Hassett. *Dow 36 000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*. New York: Times Business / Random House, 1999.
- Goetzmann, William, and Roger Ibbotson. "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance." *Journal of Portfolio Management*, 1994 (20): 9 ~ 17.
- Goetzmann, William, and Massimo Massa. "Index Fund Investors." Unpublished paper, Yale University, 1999.
- Graham, Benjamin, and David Dodd. *Securities Analysis*. New York: McGraw-Hill, 1934.
- Grant, James. *The Trouble with Prosperity. A Contrarian Tale of Boom, Bust, and Speculation*. New York: John Wiley and Sons, 1996.
- Greetham, Trevor, Owain Evans, and Charles I. Clough, Jr. "Fund Manager Survey: November 1999." London: Merrill Lynch & Co., Global Securities Research and Economics Group, 1999.
- Griffin, John M., and G. Andrew Karolyi. "Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies." *Journal of Financial Economics*, 1998(50): 351 ~ 373.
- Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju. "Distance Bias, Language Bias, and Investor Sophistication: Results from Finland." Unpublished working paper, University of California at Los Angeles, 1999.
- Grossman, Sanford J., and Robert J. Shiller. "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices." *American Economic Review*,



1981(71): 222 ~ 227.

Gustman, Alan L., and Thomas L. Steinmeier, "Effects of Pensions on Savings: Analysis with Data from the Health and Retirement Survey," *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 1999(50): 271 ~ 324.

Heaton, John, and Deborah Lucas, "Stock Prices and Fundamentals," Unpublished Paper, Northwestern University, 1999.

Heston, Steven L., and K. Geert Rouwenhorst. "Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?" *Journal of Financial Economics*, 1994(36): 3 ~ 27.

Hong, Harrison, and Jeremy Stein. "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets." Working paper, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 1998.

Huberman, Gur, and Tomer Regev. "Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event that Made Stock Prices Soar." Unpublished manuscript, Columbia University Graduate School of Business, 1999.

Ibbotson Associates. *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926—1998*. Chicago: Ibbotson Associates, 1999.

Inglehart, Ronald. "Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems." *American Political Science Review*. 1985, 79(1): 97 ~ 116.

International Monetary Fund. *International Financial Statistics*. Washington, D. C., 1999.

Investment Company Institute. *Mutual Fund Fact Book*. Washington, D. C., 1999.

Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency." *Journal of Finance*, 1993(48): 65 ~ 91.

Jorion, Philippe, and William N. Goetzmann. "Global Stock Markets in

- the Twentieth Century." *Journal of Finance*, 1999, 54(3): 953 ~ 980.
- Katona, George. *Psychological Economics*. New York: Elsevier, 1975.
- Keren, Gideon. "The Rationality of Gambling. Gamblers' Conceptions of Probability, Chance and Luck," in George Wright and Peter Ayton (eds.), *Subjective Probability*. Chichester, England: John Wiley and Sons, 1994, pp. 485 ~ 499.
- Kindlberger, Charles P. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 2nd ed. London: Macmillan, 1989.
- King, Robert G., and Ross Levine. "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right." *Quarterly Journal of Economics*, 1993(108): 717 ~ 737.
- Kirman, Alan. "Ants, Rationality and Recruitment." *Quarterly Journal of Economics*, 1993, 108(1): 137 ~ 156.
- Klehr, Harvey. *The Heyday of American Communism: The Depression Decade*. New York: Basic Books, 1984.
- Kleidon, Allan. "Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models." *Journal of Political Economy*, 1986(94): 953 ~ 1 001.
- Krugman, Paul. "How Fast Can the U. S. Economy Grow?" *Harvard Business Review*, 1977(75): 123 ~ 129.
- Lambert, Richard A., W. Lanen, and D. Larker. "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy." *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 1985(24): 409 ~ 425.
- Lange, Oscar. "Is the American Economy Contracting?" *American Economic Review*, 1939, 29(3): 503 ~ 513.
- Langer, E. J. "The Illusion of Control." *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975(32): 311 ~ 328.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei shleifer. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance*, 1999(54): 471 ~ 518.
- Lawrence, Joseph Stagg. *Wall Street and Washington*. Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1929.



- Lee, In Ho. "Market Crashes and Informational Avalanches." *The Review of Economic Studies*, 1998, 65(4): 741 ~ 760.
- Lehmann, Bruce N. "Fads, Martingales, and Market Efficiency." *Quarterly Journal of Economics*, 1990(60): 1 ~ 28.
- Leland, Hayne. "Who Should Buy Portfolio Insurance." *Journal of Finance*, 1980(35): 581 ~ 594.
- LeRoy, Stephen, and Richard Porter. "Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds." *Econometrica*, 1981(49): 97 ~ 113.
- Liang, J. Nellie, and Steven A. Sharpe. "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns." Unpublished paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C., 1999.
- Lin, Hsiou-Wei, and Maureen F. McNichols. "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations." *Journal of Accounting and Economics*, 1998, 25(1): 101 ~ 127.
- Lintner, John. "The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, 1956(46): 97 ~ 113.
- Loomes, Graham, and Robert Sugden. "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty." *The Economic Journal*, 1982(92): 805 ~ 824.
- Loughran, Tim, and Jay R. Ritter. "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency." Unpublished paper, University of Notre Dame, 2000(forthcoming in *Journal of Financial Economics*).
- Mackay, Charles. *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. London: Bentley, 1841.
- Maier, N. R. F. "Reasoning in Humans. II. The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness." *Journal of Comparative Psychology*, 1931(12): 181 ~ 194.
- Mandelbrot, Benoit. *Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity,*



- Concentration, Risk*. New York: Springer-Verlag, 1997.
- Marsh, Terry A., and Robert C. Merton. "Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices." *American Economic Review*, 1986, 76(3): 483 ~ 498.
- Mehra, Raj, and Edward C. Prescott. "The Equity Premium Puzzle." *Journal of Monetary Economics*, 1988(15): 145 ~ 161.
- Meltzer, Allan H. "Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression." *Journal of Monetary Economics*, 1976(2): 455 ~ 471.
- Milgram, Stanley. *Obedience to Authority*. New York: Harper and Row, 1974.
- Milgrom, Paul, and Nancy Stokey. "Information, Trade, and Common Knowledge." *Econometrica*, 1982(49): 219 ~ 222.
- Miller, Merton. "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends," in Robin M. Hogarth and Melvin W. Reder(eds.), *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology*. Chicago: University of Chicago Press, 1986, pp. 267 ~ 284.
- Mitchell, Mark L., and Jeffrey M. Netter. "Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill." *Journal of Financial Economics*, 1989(24): 37 ~ 68.
- Modigliani, Franco, and Richard A. Cohn. "Inflation, Rational Valuation, and the Market," *Financial Analysts' Journal*, 1979(35): 22 ~ 44. Reprinted in Simon Johnson, ed., *The Collected Papers of Franco Modigliani*, Vol. 5. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.
- Nelson, William R. "Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns." Unpublished Ph. D. dissertation, Yale University, 1999.
- New York Stock Exchange. *The Public Speaks to the Exchange Community*. New York, 1995.
- . *New York Stock Exchange Fact Book*. New York, 1998.



- Niederhoffer, Victor. "The Analysis of World News Events and Stock Prices." *Journal of Business*, 1971, 44(2): 193 ~ 219.
- Niquet, Bernd. *Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind*. Frankfurt: Campus Verlage, 1999.
- Nisbett, Robert E., and Timothy DeCamp Wilson. "Telling More Than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes." *Psychological Review*, 1977, 84(3): 231 ~ 259.
- Noguchi, Yukio. *Baburu no Keizaigaku (Bubble Economics)*. Tokyo: Nihon Keizai Shimbun Sha, 1992.
- Nordhaus, William D., and Joseph G. Boyer. "Requiem for Kyoto: An Economic Analysis fo the Kyoto Protocol." Cowles Foundation Discussion Paper 1 201. New Haven, Conn.: Yale University, November 1998.
- Noyes, Alexander Dana. *Forty Years fo American Finance*. New York: G. P. Putnam's Sons, 1909.
- Orman, Suze. *The 9 Steps to Financial Freedom*. New York: Crown, 1997.
- _____. *The Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance*. Rutherford. N. J.: Putnam, 1999.
- Pennington, Nancy, and Reid Hastie. "Reasoning in Explanation-Based Decision Making." *Cognition*, 1993(49): 123 ~ 163.
- Petersen, James D., and Cheng-Ho Hsieh. "Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?" *Real Estate Economics*, 1997(25): 321 ~ 345.
- Pitz, Gordon W. "Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities," in Lee. W. Gregg(ed.), *Knowledge and Cognition*. Potomac, Md.: Lawrence Erlbaum Associates, 1975, pp. 29 ~ 41.
- Pliny the Younger. *Letters and Panegyrics*, trans. Betty Radice. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1969.
- Poterba, James and Lawrence Summers. "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications." *Jurnal of Financial Economics*, 1988 (22): 26 ~ 59.



- Presidential Task Force on Market Mechanisms. *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*(Brady Commission Report). Washington, D. C. : U. S. Government Printing Office, 1998.
- Pressman, Steven. "On Financial Frauds and Their Causes: Investor Overconfidence," *American Journal of Economics and Sociology*, 1998 (57): 405 ~ 421.
- Quattrone, G. A., and Amos Tversky. "Causal Versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion." *Journal of Personality and Social Psychology*, 1984, 46(2): 237 ~ 248.
- Reid, A. A. L. "Comparing Telephone with Face-to-Face Contact," in Ithiel de Sola Poole(ed.), *The Social Impact of the Telephone*. Cambridge, Mass. : MIT Press, 1977, pp. 386 ~ 414.
- Ritter, Jay R. "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings." *Journal of Finance*, 1991, 46(1): 3 ~ 27.
- Ritter, Jay R., and Richard S. Warr. "The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982—1997." Unpublished paper, University of Florida, Gainesville, 1999.
- Roll, Richard. "Orange Juice and Weather." *American Economic Review*, 1984(74): 861 ~ 880.
- _____. "Price Volatility, International Market Links, and Their Implication for Regulatory Policies." *Journal of Financial Services Research*, 1989, 2(2 ~ 3): 211 ~ 246.
- Romer, Christina. "The Great Crash and the Onset of the Great Depression." *Quarterly Journal of Economics*, 1990(105): 597 ~ 624.
- Romer, David. *Advanced Macroeconomics*. New York: McGraw - Hill, 1996.
- Schäfer, Bodo. *Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million*. Frankfurt: Campus Verlag, 1999.
- Shafir, Eldar, Peter Diamond, and Amos Tversky. "Money Illusion." *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(2): 341 ~ 374.



- Shafir, Eldar, Itamar Simonson, and Amos Tversky. "Reason – Based Choice." *Cognition*, 1993(49): 11 ~ 36.
- Shafir, Eldar, and Amos Tversky. "Thinking through Uncertainty: Nonconsequential Reasoning and Choice." *Cognitive Psychology*, 1992(24): 449 ~ 474.
- Sharpe, Steven. "Stock Prices, Expected Returns and Inflation." Unpublished paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C., 1999.
- Shefrin, Hersh. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston: Harvard Business School Press, 2000.
- Shiller, Robert J. "The Volatility of Long – Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure." *Journal of Political Economy*, 1979(87): 1 062 ~ 1 088.
- _____. "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" *American Economic Review*, 1981, 71(3): 421 ~ 436.
- _____. "The Marsh – Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends." *American Economic Review*, 1986, 76(3): 499 ~ 503.
- _____. "Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash", in NBER *Macroeconomics Annual*. Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research, 1988, pp. 287 ~ 295.
- _____. *Market Volatility*. Cambridge, Mass. : MIT Press, 1989.
- _____. "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends." *Journal of Finance*, 1989(44): 719 ~ 729.
- _____. "Market Volatility and Investor Behavior." *American Economic Review*, 1990(80): 58 ~ 62.
- _____. *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*. Oxford: Oxford University Press, 1993.
- _____. "Why Do People Dislike Inflation?" in Christina D. Romer and

- David H. Romer(eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. Chicago: University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research, 1997, pp. 13 ~ 65.
- _____. "Public Resistance to Indexation: A Puzzle." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997(1): 159 ~ 211.
- _____. "Social Security and Institutions for Intergenerational, Intragenerational and International Risk Sharing." *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 1999(50): 165 ~ 204.
- _____. "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence." *Journal of Psychology and Markets*, 2000, 1(1): 49 ~ 60.
- Shiller, Robert J., and Andrea Beltratti. "Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models?" *Journal of Monetary Economics*, 1992(30): 25 ~ 46.
- Shiller, Robert J., Fumiko Kon - Ya, and Yoshiro Tsutsui. "Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection." *Review of Economics and Statistics*, 1996, 78(1): 156 ~ 164.
- Shiller, Robert J., and John Pound. "Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information among Investors." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1989(12): 47 ~ 66.
- Shiller, Robert J., and Allan N. Weiss. "Home Equity Insurance." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1999(19): 21 ~ 47.
- _____. "Moral Hazard in Home Equity Conversion." *Real Estate Economics*, forthcoming, 2000.
- Shleifer, Andrei. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- Siegel, Jeremy J. *Stocks for the Long Run*, 2nd ed. New York: McGraw - Hill, 1998.
- Smith, Edgar Lawrence. *Common Stocks as long - Term Investments*. New York: Macmillan, 1924.
- Smith, Vernon L., Gary L. Suchanek, and Arlington W. Williams. "Bubbles,



- Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets. " *Econometrica*, 1988(56): 1 199 ~ 1 151.
- Spillman, Lyn. "Enriching Exchange: Cultural Dimensions of Markets. " *American Journal of Economics and Sociology*, 1999, 58(4): 1 047 ~ 1 071.
- Stanley, Thomas J., and William D. Danko. *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy*. New York: Pocket Books, 1996.
- Statman, Meir, and Steven Thorley. "Overconfidence, Disposition, and Trading Volume. " Unpublished paper, Santa Clara University, 1999.
- Stein, Emmanuel. *Government and the Investor*. New York: Farrar and Reinhart, 1941.
- Sterling, William P., and Stephen R. Waite. *Boomernomics: The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare*. Westminster, Md. : Ballantine, 1998.
- Strahlberg, Dagmar, and Anne Maass. "Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction. " *European Review of Social Psychology*, 1998 (8): 105 ~ 132.
- Straub, William F. "Sensation Seeking among High-and Low-Risk Male Athletes. " *Journal of Sports Psychology*, 1982, 4(3): 243 ~ 253.
- Summers, Lawrence H., and Victoria P. Summers. "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax. " *Journal of Financial Services Research*, 1988, 3(2 ~ 3): 163 ~ 188.
- Thaler, Richard H., and Eric J. Johnson. "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice. " *Management Science*, 1990(36): 643 ~ 660.
- Thompson, William N. *Legalized Gambling: A Reference Handbook*. Santa Barbara, Calif. : ABC-CLIO, 1994.
- Tobias, Andrew. "The Billion-Dollar Harvard-Yale Game. " *Esquire*, De-



cember 19, 1978, pp. 77 ~ 85.

Tobin, James. "The New Economics One Decade Older," in *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honor of Joseph Schumpeter*. Princeton, N. J. : Princeton University Press, 1974.

_____. "A Proposal for International Monetary Reform." *Eastern Economic Journal*, 1978(4): 153 ~ 159.

Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases." *Science*, 1974(185): 1 124 ~ 1 131.

Ul Haq, Mahbub, Inge Kaul, and Isabelle Grunberg(eds.) . *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*. New York: Oxford University Press, 1996.

VanDerhei, Jack, Russell Galer, Carol Quick, and John Rea. "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity." *Perspective* (Investment Company Institute, Washington, D. C.), 1999, 5(1): 1 ~ 14.

Van Strum, Kenneth S. *Investing in Purchasing Power*. Boston: Barrons, 1925.

Wanniski, Jude. *The Way the World Works*, 2nd ed. New York: Simon and Schuster, 1983.

Warren, George F., and Frank A. Pearson. *Gold and Prices*. New York: John Wiley and Sons, 1935.

Warther, Vincent A. "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns." *Journal of Financial Economics*, 1995(39): 209 ~ 235.

Weber, Steven. "The End of the Business Cycle?" *Foreign Affairs*, 1997, 76 (4): 65 ~ 82.

Weiss, Allan N., and Robert. J. Shiller. "Proxy Asset Data Processor." U. S. Patent 5 987 435 , filed october 30, 1997. See <http://www.uspto.gov/patft/>.

Weissman, Rudolph. *The Investment Company and the Investor*. New York: Harper and Brothers, 1951.



- Womack, Kent. "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, 1996, 51(1): 137 ~ 167.
- World Bank. *Averting the Old Age Crisis*. New York: Oxford University Press, 1994.
- Wurgler, Jeffrey. "Financial Markets and the Allocation of Capital." Unpublished paper, Yale University, 1999.
- Zaret, David. *Origins of Democratic Culture: Printing, Petitions, and the Public Sphere in Early-Modern England*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1999.
- Zuckerman, Marvin, Elizabeth Kolin, Leah Price, and Ina Zoob. "Development of a Sensation-Seeking Scale." *Journal of Consulting Psychology*, 1964, 28(6): 477 ~ 482.



索 引*

- Acampora, Ralph, 97
Adaptive expectations, 60 ~ 61
Advertising, 36, 156, 161, 258 ~ 259n17
Albania, 65, 66
Allen, Frederick Lewis, 47, 103
Amazon. com, 21, 28
American Economic Review, 116, 184, 189
Ammer, John, 189
Amplification mechanisms, 44 ~ 68, 242 ~ 245n1 ~ 30. 参见 Attention; Confidence; Expectations; Feedback systems
Analysts: optimistic forecasts by, 30 ~ 32, 239n18, 241n40; value of advice, 257 ~ 258n4. 参见 Institutional investors
Annuities, 219
Anomalies, financial, 179 ~ 180, 183 ~ 184, 259n21
Antitrust legislation, 102, 211

* 词汇后的数字表示它出现在原书中的页码; n 表示注释的页码, t 表示图表的页码。



- Ants, experiments with, 159
 Appreciation rates, 195
 Aquino, Corazon, 123
 Argentina, 81
 Arthur, Brian, 244n22
 Asch, Solomon, 149 ~ 150, 151
 Asian financial crisis, 22, 129 ~ 130, 210, 212, 228 ~ 229
 Associated Press, 83, 84
 Athanasoulis, Stefano, 267n31, 33
Atlanta Constitution, 85
 Attention, 40, 57 ~ 60; bull market of 1920s and, 103 ~ 104; common language and, 253 ~ 254n4; inability to explain changes in, 165 ~ 167; socially based variations in, 164 ~ 165
 Attention cascades, 79 ~ 82, 88
 Atwood, Albert, 115
 Australia, 4
 Authority: obadience to, 150 ~ 151; of opinion leaders, 224 ~ 225
 Automobiles, 104, 106
 Avery, Christopher, 256n6
 Baby Boom, 19, 204, 238 ~ 239n12; bull market of 1950s/1960s and, 109; in Europe, 241 ~ 242n40; future impact of, 207 ~ 208; perceived effects on the market, 25 ~ 28
 Baby Bust, 26, 207, 241n40
 Baker, Malcolm, 238n9, 258n14
 Bakshi, Gurdip, 238n12
 Balanced funds, 34
 Bandwagon effect. 参见 Feed-back systems
 Banerjee, Abhijit, 256n5
 Banking crises, 128, 129
 Bank of Japan, 223
 Barber, Brad, 59
 Barberis, Nicholas, 144, 255n19
 Barlow, Robin, 256n7
 Barriers (milestones for Dow), 137
 Barro, Robert, 237n3
Barrons, 82
Barrons Big Money Poll, 63
 Barsky, Robert, 182
 Baruch, Bernard, 114
 Basu, Sanjoy, 179
 Batra, Ravi, 73
 Baxter, Marianne, 267n32
 Bear markets, 115
 Bell, David E., 243n12
 Beltratti, Andrea, 240n29
 Benartzi, Shlomo, 34, 40, 254n9
 Benna, R. Theodore, 239 ~ 240n21
 Bias in forecasts, 28 ~ 30
 Bikhchandani, S., 156n5
 Birth rate, 25
 Black Monday, 84
 Black Thursday, 86, 87, 106, 224
 Blake, Christopher, 263n13
 Blanchard, Olivier, 237n3
 Bloomberg Television, 29
 Blue-sky legislation, 156
 Boiler rooms, 156
 Boldrin, Michael, 244n22



- Bonds, 26; in pension plans, 217 ~ 218; performance of stocks versus, 193 ~ 197; Social Security and, 221
- Bonham, Raejean, 65, 66
- Boom, Bust & Echo* (Foot and Stoffman), 28
- Boomernomics* (Sterling and Waite), 28
- Bootle, Roger, 112 ~ 113
- Borah, William, 85
- Boston Globe*, 97
- Boston real estate, 242n3
- Boyer, Joseph, 264n5
- Brady, Nicholas, 90
- Brady Commission, 90 ~ 92, 248n21
- Brazil, 5, 81
- Brennan, Michael, 229
- Brooks, Robin, 238n12
- Brokerage commissions, competitive, 39
- Brown, Stephen J., 263n10
- Bruno, Michael, 250n30
- Bubble expectations index, 63
- Bubbles. 参见 Speculative bubbles
- Bucket shops, 156
- Bull market of 1920s, 6 ~ 7, 9, 57 ~ 58, 156, 181; dividend present value and, 187; learning from, 193; new era thinking and, 103 ~ 107. 参见 Stock market peak
- Bull market of 1950s/1960s, 7, 10, 181 ~ 182; new era thinking, and, 107 ~ 111. 参见 Stock market peak
- Bull market of 1990s, 5, 181, 182; inflation decline and, 36 ~ 37; new era thinking and, 111 ~ 114. 参见 Stock market peak
- Burns, Arthur, 116 ~ 117
- Business: cultural changes favoring success of, 19, 22 ~ 24, 241n40; resentment toward, 211, 212
- Business Week*, 97, 111, 112
- Bny recommendations, 29 ~ 30, 239n18
- Cable News Network (CNN), 28 ~ 29
- CAC - 40 index, 81
- California real estate 242n3
- Campbell, John, 11, 61, 189, 236n9 ~ 11, 261n27
- Canada, 4
- Capital gains taxes, 24 ~ 25, 43, 92, 200
- Cascades: attentional, 79 ~ 82, 88, 95; informational, 151, 153. 参见 Feedback systems
- Case, Karl, 242n3
- Center for Industrial Renovation (Kansai, Japan), 80
- Chaos theory, 62, 244n22
- Chen, Zhiwu, 238n12
- Chevalier, Judith, 175
- Chicago Tribune*, 87



- Chile, 5
- China, 21, 212
- “Circuit breakers” (on stock exchanges), 225 ~ 226
- Clayton Antitrust Act, 102
- Clinton, William, 24, 207 ~ 208
- Clough, Jr., Charles, 237n2
- CNBC, 29
- CNN (Cable News Network), 28 ~ 29
- CNNfn, 29
- Coca - Cola, 140, 177
- Cochrane, John, 61
- Cohen, Abby Joseph, 74 ~ 75
- Cohen, Joel, 238n10
- Cohen, Randolph, 237n2
- Cohnn, Richard, 37
- Cole, Kevin, 262n31
- College endowments. 参见 Endowments
- Collins, Allan, 255n15
- Commercial and Financial Chronicle*, 107
- Communism, 43, 116, 149, 211
- Community of interest, 101 ~ 102, 115, 211
- Company stock, 140, 254n9
- Competitive brokerage commissions, 39
- Conference Board, 52
- Confidence, 44 ~ 52; feedback systems and, 44, 48, 60 ~ 61; reflections on, 47 ~ 52. 参见 Overconfidence
- Conflicting ideas, 162 ~ 63
- Conservatism, principle of, 144
- Consumer credit, 109
- Consumer Price Index (CPI), 36, 38, 52, 219, 222, 235 ~ 236n2
- Contagion of ideas. 参见 Epidemics
- Corporate profits, 4, 20, 102, 209, 211
- Council of Economic Advisors, 116
- Courage to Be Rich, The* (Orman), 51
- CPI (Consumer Price Index), 36, 38, 52, 219, 222, 235 ~ 236n2
- Craxi, Bettino, 127
- Curiosity value, 34
- Cutler, David, 78, 80
- Dabora, Emil, 253n4
- Daniel, Kent, 255n19
- Danko, William, 50
- DAX index, 3, 81
- Day-of-the-week effect, 183, 184
- Day trading, 39
- Death of Inflation, The* (Bootle), 112 ~ 113
- De Bondt, Werner, 130, 179
- Defined benefit pension plans, 32, 217, 219
- Defined contribution pension plans, 43, 216 ~ 219; bonds not offered in, 217 ~ 218; defined, 216 ~ 217; expansion of, 32 ~ 35; Social Security and, 220, 222



- Deflation, 193
De Forest, Lee, 104
De Long, Brad, 182
Dent, Harry S., 28
Depressions, 9. 参见 Great Depression; Recessions
Deutsch, Morton, 149 ~ 150
Diamond, Peter, 240n31
Dice, Charles Amos, 105 ~ 106, 193
Dilbert (comic strip), 113
Discount brokers, 38
Diversification, 215, 263n14; altering conventional wisdom about, 231 ~ 232; learning about, 197 ~ 200; of retirement plans, 218, 219
Dividend present value, 261n25; computing, 260n24; excess volatility and, 185 ~ 189
Dividend-price ratios, 13 ~ 14, 205, 229, 237n12, 238n8, 259 ~ 262n22 ~ 31, 263n1; excess volatility and, 184 ~ 185, 190; price changes and, 182 ~ 183
Dodd, David, 7, 8
Dornbusch, Rudiger, 84, 85
Dow 36 000 (Glassman and Hassett), 197 ~ 198
Dow 40 000 (Elias), 49 ~ 50
Dow Jones Industrial Average, 3, 21; bull market of 1920s and, 105; bull market of 1950s/1960s and, 110 ~ 111; crash of 1929 and, 83, 86, 87, 94; crash of 1987 and, 89, 94; expectations for, 53; media and, 77, 82, 83, 86, 87, 89, 94; milestones for, 137; previous highs surpassed by, xv-xvi, 4; trade interruptions and, 225
Downsizing, 23, 113
Earnings, 5 ~ 14; arrival of Internet and, 19 ~ 21; possible new influences on, 209 ~ 221; possible new influences on, 209 ~ 210; zero, 236n4. 参见 Price-earnings ratios
Easterly, William, 250n30
Efficient markets, 79, 171 ~ 190, 191, 199, 257 ~ 262n1 ~ 31; arguments supporting theory, 172 ~ 173; defined, 171; excess volatility and, 183 ~ 190; mispricing in, 参见 mispricing; price-earnings ratio in, 180 ~ 182
Eichengreen, Barry, 265n17, 266n22
Eisenhower, Dwight, 246n7
Electrification, 104
Elias, David, 49 ~ 50
Ellison, Glenn, 175
Elton, Edwin, 263n13
e-mail, 157, 160
Emotions, 55 ~ 57
Employee Benefits Research Institute, 218



- Employee Retirement Income Security Act, 36
- Endowments, 213, 215 ~ 216, 264n7
- EntreMed, 247n10
- Envy, 56
- Epidemics, 255 ~ 257n1 ~ 18; co-existence of conflicting ideas and, 162 ~ 163; models of, applied to word-of-mouth communications, 157 ~ 162
- Equity premium, 192, 262n1
- eToys, 176
- E*Trade. com, 21
- Europe, 4, 241 ~ 242n40, 266n21
- Evans, Owain, 237n2
- Excess volatility, 183 ~ 190
- Expectations: adaptive, 60 ~ 61; evidence for undiminished, 52 ~ 55; reflections on, 55 ~ 57
- Ex-post rational price. 参见 Dividend present value
- Exuberance, irrational. 参见 Irrational exuberance
- Face-to-face communications, 154 ~ 157
- Fair, Ray, 211
- Fairness, 211 ~ 212
- Fama, Eugene, 172, 179
- Famous First Bubbles* (Garber), 177 ~ 178
- Federal Reserve, 3, 11, 30, 55, 105, 116, 223, 224 ~ 225
- Feedback systems, 60 ~ 68, 244n22; confidence and, 44, 48, 60 ~ 61; crash of 1987 and, 90, 91, 93 ~ 95; epidemics and, 157; investor perceptions of, 62 ~ 64; irrational exuberance and, 67 ~ 68; media and, 78, 90, 91, 93 ~ 95; new era thinking and, 98; overconfidence and, 144; Ponzi schemes as models of, 64 ~ 67
- Feltus, William, 77
- Fidelity Investments, 181
- Financial crises, 128 ~ 130
- Financial News Network, 29
- Financial Times* (London), 127
- Fischer, Stanley, 84, 85, 237n3
- Fischhof, Baruch, 142
- Fisher, Irving, 106, 109, 193, 262n4
- Foot, David K., 28
- Forbes*, 177
- Ford Foundation, 215, 264n7
- Fordney-McCumber tariff, 85
- Foreign Affairs*, 113
- Foreign countries, resentment by, 211 ~ 212
- Foreign currencies, 226 ~ 227
- Foreign economic rivals, decline of, 19, 21 ~ 22, 204, 208, 241n40
- Fortune*, 113 ~ 114
- Forwarding, of e-mail, 160
- Foundations. 参见 Endowments

- 401(k) plans, 19, 32 ~ 34, 217, 218 ~ 219, 239 ~ 40n20, 403(b) plans, 32
- France, 4, 25, 127 ~ 128, 251n11
- Frankel, Jeffrey, 227
- Freedman, Paul, 246n1
- Free-rider argument, xiv, 163
- French, Kenneth, 179
- Froot, Kenneth, 182, 253n4
- Frugality, 141 ~ 142
- FT-SE 100 index, 3, 81
- "FUDD" (fear, uncertainty, doubt, and despair) (Cohen), 74
- Fujimori, Alberto, 126
- Futures, perpetual, 230
- Galbraith, John Kenneth, 57, 257n17
- Gale, William, 239n13
- Gambling, 19, 207, 241n39 ~ 40, 254n7; rise of opportunities for, 40 ~ 42; stories and, 140; in Taiwan, 125
- Gandhi, Rajiv, 126
- Garber, Peter, 177 ~ 178, 179
- Gates, Bill, 178
- GDP(gross domestic product), 4, 98, 182, 211
- Geanakoplos, John, 255n19, 265n15
- Gerard, Harold, 149 ~ 150
- Germany, 3, 4, 51, 81, 116, 149
- Gibson, George, 172
- GICs(guaranteed investment contracts), 218
- Glassman, James, 197 ~ 198
- GNP(gross national product), 85
- Goetzmann, William, 195, 263n13
- Goldman Sachs & Co., 74
- Gold standard, 223
- Graham, Benjamin, 7, 8
- Grant, James, 30
- Granville, Joseph, 81 ~ 82
- Great Boom Ahead, The* (Dent), 28
- Great Crash, The: 1929* (Galbraith), 57 ~ 58
- Great Depression, 7, 105, 122, 223; dividend present value and, 187 ~ 188; new era thinking and, 115 ~ 116; Smoot-Hawley tariff and, 84 ~ 85
- Great Depression of 1990, The* (Batra), 73
- Great Society program, 110
- Greenhouse gas emissions, 213
- Greenspan, Alan, 3, 4, 14, 97, 225
- Greetham, Trevor, 237n2
- Griffin, John, 253n4
- Grinblatt, Mark, 253n4
- Gross domestic product(GDP), 4, 98, 182, 211
- Gross national product(GNP), 85
- Grossman, Sanford, 260n23
- Gruber, Martin, 263n13
- Guaranteed investment contracts (GICs), 218
- Guaranty Survey*, 87
- Guaranty Trust Company, 87



- Habit formation, 61
- Hang Seng index, 3
- Happiness for All (Ta Chia Le) (numbers game), 125
- Harvard Business Review*, 97
- Hassett, Kevin, 197 ~ 198
- Hastie, Reid, 139
- Heaton, John, 263n14
- Hedging, 231 ~ 232
- Helwege, Jean, 262n31
- Herd behavior, xvi, 135, 255 ~ 257n1 ~ 18; economic theories of, 151 ~ 153; experiments on, 149 ~ 151
- Heston, Steven, 253n4
- High-pressure economics, 116
- Hindsight bias, 143
- Hirshleifer, David, 255n19, 256n5
- Holland, John, 244n22
- Home equity insurance, 266n29
- Hong, Harrison, 255n19
- Hong Kong, 3, 5, 129
- Hoover, Herbert, 84, 85 ~ 86, 87
- Housing prices, 5, 52, 231, 242n
- Hsieh, Cheng-Ho, 254n5
- Huang, Ming, 255n19
- Huberman, Gur, 247n10
- Humphrey, George, 108
- Ibbotson Associates, 236n8, 262n8, 9
- Ibbotson, Roger, 263n13
- IBM, 154, 177
- Incentive stock options, 23 ~ 24
- Indexation, 264n9
- India, 126 ~ 127
- Individual investors, 18, 145, 154, 237n2, 247 ~ 248n18. 参见 Institutional investors
- Individual Retirement Accounts, 36
- Indonesia, 5
- Infection rate, 157 ~ 159, 160 ~ 161, 163
- Inflation, 4, 19, 240n28 ~ 31; bull market of 1950s/1960s and, 108, 110; bull market of 1990s and, 112 ~ 113; decline of, 36 ~ 39, 43, 241n40; defined benefit plans and, 217; new era thinking and, 116 ~ 117; outlook for, 206 ~ 207; in Peru, 126; stocks versus bonds during, 193; true value disguised by, 52; wars and, 194
- Information, 149 ~ 151
- Information cascades, 151 ~ 153
- Information processing, 153 ~ 154
- Inglehart, Ronald, 239n14
- Initial public offerings, 180
- Insider trading, 154 ~ 155
- Institutional investors, 18, 145, 165 ~ 166, 196, 227, 228, 237n2; individual investors compared with, 18; mailing list for, 247 ~ 248n18; underperformance of, 174 ~ 175. 参见 Analysts
- Interest rates, 194, 262 ~ 263n9;

- effects of increases in, 223 ~ 224; excess volatility in, 189; inflation and, 36 ~ 38; nominal, 37
- Interest value, 34
- Internal Revenue Act of 1978, 239 ~ 240n20
- International Acceptance Bank, 107
- International Data Corporation, 157, 205
- Internet, 39, 43, 108, 161, 204, 205 ~ 206, 208, 241n40; gambling on, 41; stocks, 23, 175 ~ 176, 179, 258n12; timing of arrival, 19 ~ 21; U. S. domination, of 211, 212
- Intrinsic bubbles, 182
- Intuitive judgment, 142 ~ 146
- Investment clubs, 58 ~ 59
- Investment Company Act, 35
- Investment Company Institute, 218
- Investment managers. 参见 Institutional investors
- Investment trusts, 35
- Investors. 参见 Individual investors; Institutional investors
- Iraq, 125
- Irrational exuberance: defined, xii; feedback systems and, 67 ~ 68; institutional investors and, 18; public reaction to term, 3 ~ 4; worries about, 14
- Italy, 4, 127
- January effect, 183 ~ 184
- Japan, 3, 5, 21 ~ 22, 125, 233, 228; earthquake in, 80 ~ 81; financial crisis in, 129; perceived losses to, 117; postwar birthrate in, 25
- Jegadeesh, Narasasimhan, 237n11
- Jermann, Urhan, 267n32
- Johnson, Eric, 243n13
- Johnson, Lyndon, 10, 110
- Jorion, Philippe, 194 ~ 195
- Judgment, intuitive, 142 ~ 146
- Justification, 139, 140 ~ 141
- Kahneman, Daniel, 137, 144
- Karolyi, Andrew, 253n4
- Katona, George, 256n7
- Keloharju, Matti, 253n4
- Kennedy, John, 10, 38, 76, 109 ~ 110, 116
- Kennedy-Johnson Peak. 参见 Stock market peak of 1966
- Keren, Gideon, 254n8
- Kindlberger, Charles, 245n1
- King, Robert, 237n1
- Kirman, Alan, 159
- Kleidon, Allan, 261n25
- Kobe earthquake, 80 ~ 81
- Kon-Ya, Fumiko, 265n17
- Korea, 5, 129
- Korean War, 76, 149
- Kosovo, 212
- Krugman, Paul, 97
- Kuwait, 125



- Kyoto Protocol, 213
 Lahor income, 231
 Labor unions, 23, 32 ~ 33, 106, 112, 113, 211
 Laderman, Jeffrey, 239n16
Ladies' Home Journal, 50
 Lambert, Richard, 238n7
 Land, Edwin, 178
 Lanen, W. , 238n8
 Lange, Oscar, 116
 Langer, E. J. , 255n17
 LaPorta, Rafael, 237n2
 Larker, D. , 238n7
 Laster, David, 262n31
 Lawrence, Joseph, 172
 Learning, 191 ~ 200, 262 ~ 263n1 ~ 14; about mutual funds, diversification, and holding, 197 ~ 200; about risk, 192 ~ 195; about stocks versus bonds, 193 ~ 197; unlearning and, 200
 LeBaron, Blake, 244n22
 Lee, In-Ho, 256n6
 Lefevre, Edwin, 103
 Lehmann, Bruce, 237n11
 Leland, Hayne, 92, 93
 LeRoy, Stephen, 184
 Liang, J. Nellie, 238n7, 262n31
 Levine, Ross, 237n1
 Lichtenstein, Sarah, 142
 Lin, Hsiou-Wei, 239n17
 Lo, Andrew, 237n11
 Logistic curve, 158, 257n13
 London stock exchange, 3, 81
 Long Term Capital Management, 189
 Long-term investing, 176 ~ 177, 197 ~ 200
 Long-term returns, 10 ~ 14, 194 ~ 195
 Loomis, Graham, 243n12
 Lopez-de-Silanes, Florencio, 237n1
 Loser stocks, 130
 Lotteries, 40 ~ 41
 Lotus Development Corporation, 154
 Loughran, Tim, 259n21
 Lucas, Deborah, 263n14
 Lynch, Peter, 181, 259n17
 Maas, Anne, 255n16
 McDonald's, 177
 Mackay, Charles, 177
 Mackinlay, Craig, 237n11
 McKinley, William, 102
 MacNeil/Lehrer NewsHour, 73
 McNichols, Maureen, 239n17
 Macro markets, 229 ~ 231
Macro Markets (Shiller), 230
 Macro securities, 230, 267n30
 Magical thinking, 143
 Maier, N. R. F. , 166, 257n19
 Malaysia, 5
 Managed capitalism, 112
 Managerial revolutions, 113
 Mandel, Michael, 112
 Mandelbrot, Benoit, 244n22

- Marcos, Ferdinand, 123
Marsh, Terry, 189, 261n26
Martin, William McChesney, 224
Massachusetts Investors Trust, 35
Master-charting, 106
Mean reversion, 129, 252n13
Media, 71 ~ 95, 118, 163, 203, 206, 208 ~ 209, 241n40, 245 ~ 248n1 ~ 24; attention cascades and, 79 ~ 82, 88; big price changes and absence of news, 78 ~ 79; bull market of 1990s and, 113; crash of 1929 and, 82 ~ 88; crash of 1987 and, 88 ~ 95; cultivation of debate by, 72 ~ 74; effect of significant world events on prices, 75 ~ 77; epidemics and, 160 ~ 162; expansion of business reporting, 19, 28 ~ 29; face-to-face communications versus, 154 ~ 157; market moves and, 72; market outlook and, 74 ~ 75; new era thinking and, 98; origins of, 245n1; peak of 1901 and, 100 ~ 101; psychological anchors and, 147; record overload and, 75; speculative bubbles, and, 95; tag-along news and, 77 ~ 78
Mehra, Raj, 263n1
Mehta, Harshad ("Big Bull"), 127
Mehta Peak, 127
Meksi, Aleksander, 65
Meltzer, Allan, 84
Mergers, 106
Merrill Lynch, xv, 22
Merton, Robert, 189, 261n26
Mexican peso crisis, 128 ~ 129
Mexico, 5
Microsoft, 211, 212
Milestones for Dow, 137
Milgram, Stanley, 150 ~ 151, 256n4
Milgrom, Paul, 255n20
Millennium. 参见 Turn-of-century optimism
Millennium boom, 6
Miller, Merton, 184
Millionaire Next Door, The (Stanley and Danko), 50 ~ 51, 141 ~ 142
Mispricing: examples of obvious, 175 ~ 176; questioning examples of, 176 ~ 179; statistical evidence of, 179 ~ 180
Mitchell, Mark L., 248n21
Mitchell, Olivia, 265n15
Mitterrand, Francois, 128
Modigliani, Franco, 37
Momentum, 236n11. 参见 Serial correlation
Monetary policy, 222 ~ 224
Money illusion, 19, 36 ~ 38, 264n9
Monopolies, 102
Montgomery Asset Management, 54
Moody, John, 105
Moody's Investors Service, 105
Moral anchors, 136, 138 ~ 142
Morgan, J. P., 224



- Movies, 104
- Mutation rate, 160
- Mutual funds, 19, 43, 54, 240n27, 263n14; growth of, 35 ~ 36; learning about, 197 ~ 200
- NAIC (National Association of Investors Corporation), 58
- Narrative-based thinking. 参见 Stories
- NASDAQ, 19, 39
- National Association of Investors Corporation (NAIC), 58
- National Broadcasting Company, 104
- National Gambling Impact Study Commission, 41
- National income, per capita, 219, 222
- National Network of Grantmakers, 216
- Nazism, 116, 149
- Negative hubbles, 62, 244n21; crash of 1929 and, 88; crash of 1987 and, 90 ~ 91; media and, 88, 90; in Philippines, 124
- Nelson, William, 238n9
- Netter, Jeffrey M., 248n21
- New era economic thinking, xvi, 14, 96 ~ 117, 118, 209, 224, 248 ~ 250n1 ~ 38; bull market of 1920s and, 103 ~ 107; bull market of 1950s/1960s and, 107 ~ 111; bull market of 1990s and, 111 ~ 114; ends of, 114 ~ 117, 128 ~ 130; financial crises and, 128 ~ 130; in France, 128; peak of 1901 and, 99 ~ 103; in Peru, 126; in Philippines, 123; stock market creation of, 99; in Taiwan, 124
- New Levels in the Stock Market* (Dice), 105 ~ 106
- Newsweek*, 108, 109, 111
- New York Daily Tribune*, 101
- New York Herald Tribune*, 193
- New York Stock Exchange, 22, 33, 35, 39, 40, 59, 225, 226, 266n21
- New York Times*, 75 ~ 76, 83, 84, 85, 86, 87, 107
- Niederhoffer, Victor, 75 ~ 76, 78
- Nifty Fifty, 177 ~ 178, 258n7
- Nikkei index, 3, 48, 80 ~ 81, 228, 265n17, 9 *Steps to Financial Freedom, The* (Orman), 51
- Nisbett, Robert, 257n19
- No Fear of the Next Crash* (Niquet), 51
- Noguchi, Yukio, 265n17
- Nominal interest rates, 37
- Nonconsequentialist reasoning, 146
- No-Ponzi condition, 245n30
- Nordhaus, William, 264n5
- North American Free Trade Agreement, 129
- Northern Securities Company, 102
- Obstfeld, Maurice, 182
- Odean, Terrance, 59

- Oil prices, 125 ~ 126
- Okun, Arthur, 116
- Online trading, 39 ~ 40, 59, 206
- Only Yesterday* (Allen), 47, 103
- Optimism: of analysts' forecasts, 30 ~ 32, 239n18, 241n40; bull market of 1920s and, 103 ~ 107; bull market of 1990s and, 113; peak of 1901 and, 99 ~ 103; turn-of-century, 9, 99 ~ 101, 205 ~ 206
- Organization for Economic Cooperation and Development, 129
- Organized crime, 42
- Orman, Suze, 51
- Overconfidence, 142 ~ 146, 151, 242n3, 255n19. 参见 Confidence
- Overpricing. 参见 Mispricing
- Overreaction, 252n12
- PaineWebber/Gallup polls, 53 ~ 54
- Palmer, Richard, 244n22
- Pan-American Exposition(1901), 100, 102
- Paris stock exchange, 81
- Parker, Richard, 29
- Patriotism, 19, 43, 228. 参见 Foreign economic rivals, decline of; Triumphalism
- Pennington, Nancy, 139
- Pension plans, 214, 239 ~ 240n20. 参见 Defined benefit pension plans; Defined contribution pension plans; Retirement plans
- Pepper prices, 246n1
- Per capita national income, 219, 222
- Perez, Carlos Andres, 125 ~ 126
- Perfect foresight price. 参见 Dividend present value
- Perpetual futures, 230
- Persian Gulf War, 28, 212
- Personal income, 4
- Peru, 126
- Peso crisis, 128 ~ 129
- Petersen, James, 254n5
- Pheromone recruitment, 159
- Philippines, 123 ~ 124
- Philips curve, 55
- Pitz, Gordon, 255n14
- Pliny the Younger, 246n1
- Polaroid Corporation, 178 ~ 179
- Pollution, 212 ~ 213
- Ponzi, Charles, 64, 65 ~ 66
- Ponzi processes, naturally occurring, 44, 67. 参见 Feedback systems
- Ponzi schemes, 35, 64 ~ 67, 245n30
- Porter, Richard, 184
- Portfolio insurance, 92 ~ 93, 95
- Poterba, James, 78, 80
- Pound, John, 154, 166
- PPI(Producer Price Index), 235 ~ 236n2
- Prechter, Robert, 89
- Precipitating factors, 17 ~ 43,



- 237 ~ 242n1 ~ 38. 参见 Analysts, optimistic forecasts by; baby boom; Business, cultural factors favoring success of; Capital gains taxes; Defined contribution pension plans; Foreign economic rivals, decline of; Gambling, rise of opportunities for; Inflation, decline, of; Internet; Media, expansion of business reporting; Money illusion; Mutual funds; Republican party; Trade, expansion of volume
- Prescott, Edward, 262n1
- Pressman, Steven, 245n29
- Price-earnings ratios, 5 ~ 14, 17, 50, 195; Baby Boom and, 26; earnings unaffected by, 180 ~ 182; Internet and, 19; long-term returns and, 10 ~ 14; other periods of high values, 8 ~ 10; in Philippines, 124; poor performance and, 179; quantitative anchors and, 138; in Taiwan, 125
- Price-insensitive selling, 91
- Prices: absence of news on big changes in, 78 ~ 79; following significant world events, 75 ~ 77; largest recent five-year decreases, 122t; largest recent five-year increases, 121t; largest recent one-year decreases, 120t, 124; largest recent one-year increases, 119t, 123, 124, 125 ~ 126; long-term movements of 226; predicting changes in, 252 ~ 253n12; quantitative anchors and, 137 ~ 138; as random walks, 171, 172 ~ 173, 199; short-term movements of 226, 227; sources of data for, 235 ~ 236n2; statistical tendency for reversals in, 130 ~ 132; stories associated with largest changes, 123 ~ 128. 参见 Dividend-price ratios; Efficient markets; Feedback systems; Price-earnings ratios
- Price-to-book value, 179
- Producer Price Index (PPI), 235 ~ 236n2
- Professional investors. 参见 Institutional investors
- Prohibition, 42, 107
- Proxy assets. 参见 Macro securities
- Prudential Securities, 97
- Psychological anchors, xvi, 135 ~ 147, 253 ~ 255n1 ~ 21; contingent future decisions and, 146 ~ 147; moral, 136, 138 ~ 142; overconfidence and intuitive judgment and, 142 ~ 146; quantitative, 136 ~ 138, 140
- Public figures, 74, 203 ~ 204
- Quantitative anchors, 136 ~ 138, 140
- Questionnaires. 参见 Survey data
- Radio, 100, 104
- Random number generators, 62

- Random walks, 171, 172 ~ 173, 199
 Raskob, John, 243n9
 Rationality of markets, 135 ~ 136
Reader's Guide to periodical Literature, 58, 241n39
 Reagan, Ronald, 24, 90 ~ 91
 Real estate, 5, 26, 72, 227, 264n6
 Real estate investment trusts, 138
 Reason-based choice, 140 ~ 141
 Rebound, 145
 Recessions, 7, 30, 115, 129, 182, 188. 参见 Depressions
 Record overload, 75
 Recruitment, 159
 Reed, David, 85
 Regev, Tomer, 247n10
 Regression to the mean, 180
 Regret, 56
 Removal rate, 157 ~ 159, 161
 Representativeness heuristic, 144
 Republican party, 24 ~ 25, 43
 Repurchase of shares, 24, 238n9, 261 ~ 262n31, 263n1
 Resentment, by foreign countries, 211 ~ 212
 Restructuring, 113
 Retirement plans, 140, 214 ~ 215, 216 ~ 219. 参见 Pension plans
 Risk, 19, 41 ~ 42, 43; learning about, 192 ~ 195; Social Security and, 220, 222
 Risk management, 231 ~ 232
 Ritter, Jay, 180, 240n30, 259n16, 21
Road to Financial Freedom, The (Schäfer), 51
Roaring 2000s, The (Dent), 28
Roaring 2000s Investor, The (Dent), 28
 Rockefeller, John D., 224
 Romer, Christina, 250n35
 Romer, David, 237n3
 Roosevelt, Theodore, 102
 Roper-Starch questionnaire survey, 22
 Ross, Stephen, 263n10
 Rostenkowski, Dan, 92
 Rouwenhorst, K. Geert, 253n4
 Rubinstein, Mark, 92
 Rule 80B, 225
 S&P. 参见 Standard and Poor's
 Sabelhaus, John, 239n13
 Salinas de Gortari, Carlos, 129
 SAT (Scholastic Aptitude Test), 175
Saturday Evening Post, 115
 Savings, 214 ~ 215, 216, 239n13; Baby Boom and, 26 ~ 27; in Taiwan, 124
 Sala-i-Martin, Xavier, 237n3
 Santos, Tano, 255n19
 Scatter diagram, 10 ~ 13
 Schäfer, Bodo, 51
 Scholastic Aptitude Test (SAT), 175
 SEC (Securities and Exchange



- Commission), 39, 154, 156, 226
 Securities Act of 1933, 156
 Securities and Exchange Commission (SEC), 39, 154, 156, 226
 Securities Exchange Act of 1934, 156
 Sensation seeking, 254n7
 Serial correlation, 252n12. 参见 Momentum
 Shafir, Eldar, 140, 146, 240n31
 Sharpe, Steven, 31, 238n7, 239n19, 262n31
 Shefrin, Hersch, 253n1
 Sherman Antitrust Act, 102
 Shining Path, 126
 Shleifer, Andrei, 144, 237n1, 253n1
 Short sales, 180, 226
 Siegel, Jeremy, 176 ~ 177, 178, 179, 192, 193 ~ 194
 "Silly Putty Economy" (Cohen), 74
 Simonson, Itamar, 140
 Simpson, O. J., 29
 Singapore, 5
 Singh, Manmohan, 126
 Slovic, Paul, 142
 Small-firm effect, 183, 184
 Small Order Execution System, 39
 Smart money, 172 ~ 175
 Smith, Edgar Lawrence, 193
 Smith, Vernon, 244n22
 Smoot, Reed, 85 ~ 86
 Smoot-Hawley tariff, 84 ~ 86
 Social influence, 149 ~ 151
 Socialism, 211
 Socially based variations, 164 ~ 165
 Social Security, 208, 214, 218, 220 ~ 222, 265n15
 Soviet Union, 21
 Spain, 4
 Speculative bubbles, xii-xiii, xvi, 5, 44, 60 ~ 64, 132, 204; bursting of, 61, 114 ~ 117; dividend-price ratio and, 182, 183; efficient markets and, 177 ~ 178; excess volatility and, 190; feedback theories of, 参见 Feedback systems; financial crises and, 130; intrinsic, 182; investor perceptions of, 62 ~ 64; media and, 71, 95; monetary policy and, 222 ~ 224; as naturally occurring Ponzi processes, 67; negative, 参见 Negative bubbles; new era thinking and, 98, 118; overconfidence and, 144, 146; policy and, 232 ~ 233; Ponzi schemes as models of, 64 ~ 67; trade expansion and, 228 ~ 230; trade interruptions and, 225 ~ 228; word-of-mouth communications and, 157, 162, 228
 Stagflation, 116
 Standard and Poor's (S&P) Composite Stock Price Index, 5 ~ 6, 7, 20, 50, 194; bull market of 1920s and, 187; bull market of 1950s/1960s and, 181; bull

- market of 1990s and, 182; drop from 1929 to 1958, 9; media and, 76, 80
- Standard and Poor's (S&P) 500 Index, 177
- Standard and Poor's (S & P) 500 Strips, 229
- Stanley, Thomas, 50
- Statman, Meir, 59
- Stein, Jeremy, 255n19
- Sterling, William, 28
- Stock Market Crash — And After, The* (Fisher), 106, 262n4
- Stock market crash of 1907, 94, 224
- Stock market crash of 1929, 6, 47, 50, 58 ~ 59, 73, 106, 138, 226; investment trusts following, 35; news during, 82 ~ 88; stabilizing attempts prior to, 224
- Stock market crash of 1974, 7, 181, 215
- Stock market crash of 1987, 46, 58, 59, 73, 138, 226; France and, 128; news during, 88 ~ 95; overconfidence and, 145 ~ 146; word-of-mouth communications and, 155
- Stock market crash of 1989, 77 ~ 78
- Stock market peak of 1901, 9, 181, 194; end of, 114 ~ 115; new era thinking and, 99 ~ 103. 参见 Bull market
- Stock market peak of 1929, 6 ~ 7, 9, 48, 172, 194, 224. 参见 Bull market
- Stock market peak of 1966, 10, 48, 194, 224. 参见 Bull market
- Stock Markets of London, Paris and New York, The* (Gibson), 172
- Stock options, 23 ~ 24
- Stock prices. 参见 Prices
- Stocks for the Long Run* (Siegel), 176 ~ 177, 192, 194
- Stoffman, Daniel, 28
- Stokey, Nancy, 255n19
- Stories, 49 ~ 50, 161 ~ 162; largest price changes and, 123 ~ 128; moral anchors and, 139 ~ 140; about Polaroid, 178 ~ 179
- Strahlberg, Dagmar, 255n16
- Strong hand theme 103, 108 ~ 109
- Subramanyam, Avanidhar, 255n19
- Suchanek, Gary, 244n22
- Sugden, Robert, 243n12
- Suicide, 163, 257n17
- Summers, Lawrence, 78, 80, 227
- Summers, Victoria, 227
- Surveillance, 154 ~ 155
- Survey data, 63, 97; on choice of individual stocks, 165 ~ 166; on confidence, 45 ~ 47; on crash of 1987, 88 ~ 90; on expectations, 52 ~ 57; on good life, 22; on Japanese investors, 228; on mutual funds, 198 ~ 99; on perceptions of feedback and bubbles, 63; quantitative anchors



- and, 136 ~ 137; on real estate, 242n3; on sources of attention, 256n7; on stocks versus bonds, 196; on UAL Corporation, 77 ~ 78; on word-of-mouth communications, 154, 155
- Ta Chia Le (Happiness for All) (numbers game), 125
- Tag-along news, 77 ~ 78, 95
- Taiwan, 124 ~ 125, 129
- Tandem recruitment, 159
- Taylor, Paul, 244n22
- Tax-loss selling, 115
- Technology, 104, 156 ~ 157, 195, 205, 211 ~ 212, 237 ~ 238n3
- Telephone, 156 ~ 157, 160
- Television, 20, 108, 156
- Tesobono*, 128 ~ 129
- Thailand, 129
- Thaler, Richard, 34, 40, 130, 179
- Thorley, Steven, 59
- TIAA-CREF, 34, 265n11
- Time*, 82
- Titman, Sheridan, 237n11
- Tobias, Andrew, 264n7
- Tobin, James, 226, 227, 229
- Tokai Research and Consulting Inc., 81
- Toys "R" Us, 176
- Trade: expanding or encouraging, 228 ~ 230; expansion of volume, 19, 39 ~ 40, 43, 208, 241n40; interrupting or discouraging, 225 ~ 228
- Transaction costs, 39. 参见 Online trading; Transaction taxes
- Transaction taxes, 226 ~ 228
- Transmission errors, 160
- Triumphalism, 21 ~ 22. 参见 Patriotism
- Tsutsui, Yoshiro, 265n17
- Tulip mania, 71, 177 ~ 178, 179, 246n2
- Turn-of-century optimism, 9, 99 ~ 101, 205 ~ 206
- Turnover rate, 39, 240n32
- Tversky, Amos, 137, 140, 144, 146, 240n31
- Twentieth Century Peak. 参见 Stock market peak of 1901
- Twenty-four-hour trading, 39 ~ 40, 206
- UAL Corporation, 77 ~ 78
- United Airlines, 77
- United Kingdom, 4, 25
- United Nations Intergovernmental Panel on Climate Change, 213
- United News, 84, 85
- University of Michigan Survey Research Center, 52
- University of Rochester, 215
- U. S. News and World Report*, 107 ~ 108
- USA Today*, 117
- USA Weekend*, 50
- U. S. Steel, 83, 101

- Value investing, 180
Van Strum, Kenneth, 193
Variance bounds. 参见 Excess volatility
VEFA (Albanian investment company), 66
Venezuela, 125 ~ 126
Videoconferencing systems, 157, 160
Vietnam War, 194
Viruses, 160
Vishny, Robert, 144
Vividness, 139
Volatility, 40, 42, 59; epidemics and, 161; excess, 183 ~ 190; policy toward, 232 ~ 233; quantitative anchors and, 138
Volume of sales, 59
Vortex effect, 127

Waite, Stephen, 28
Wall Street Journal, 54, 82, 83, 86, 93 ~ 94, 197
Wanniski, Jude, 84
Warburg, Paul M., 107
Warr, Richard, 240n30
Warther, Vincent, 240n27
Watson, James, 85
Wealth tax, 126
Weber, Steven, 113
Weiss, Allan, 230, 266 ~ 267n29 ~ 30
Welch, Ivo, 256n5

Wheel of fortune, 137
Whisper numbers, 239n20
Williams, Arlington, 244n22
Wilson, Tomothy, 257n19
Winfrey, Oprah, 51
Winner stocks, 130
Womack, Kent, 239n18
Woodford, Michael, 244n22
Word-of-mouth communications, 98, 163, 228; epidemic models applied to, 157 ~ 162; information processing and, 153 ~ 154; media communications versus, 154 ~ 157
World Bank, 238n11
World War I, 194
World War II, 7, 107, 194
World Wide Web, 19, 212
Wurglar, Jeffrey, 237n1, 238n9, 258n14

Xerox, 177

Yale University, 264n7
Yen, 223
Y2K bug, 162

Zacks Investment Research, 30
Zaret, David, 245n1
Zeldes, Stephen, 265n15
Zemsky, Peter, 256n6
Zero earnings, 236n4
Zero era, 112 ~ 113
Zuckerman, Marvin, 254n7